



Finansal Risklerin BİST 30 Endeksinde Yer Alan Firmaların Firma Değerleri Üzerindeki Etkisinin Araştırılması (2010-2020)

Investigation of Financial Risks on Firm Values of Firms Included in BIST 30 Index (2010-2020)

Emel ABA ŞENBAYRAM¹

Öz

Amaç: Bu araştırmanın amacı, son yıllarda yaşanan gelişmelerle birlikte derinleşen finansal piyasalarda artan finansal risklerin firma değeri üzerindeki olası etkilerinin incelenmesidir.

Tasarım/Yöntem: 2010-2020 döneminde BİST 30 endeksinde yer alan 27 firma verileri panel OLS metodu ile test edilmiştir. Çalışma kapsamında oluşturulan modellerde, firma değerini temsil için PP/DD ve Tobin Q, finansal riskleri temsili için ise kredi riski, kur (döviz) riski, likidite riski, faiz riski ve finansal kaldıraç oranı tercih edilmiştir.

Bulgular: Analizler sonucunda; belirlenen her iki modelde de kur riskinin firma değerinin negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak TBNQ modeli için likidite riskinin firma değerini olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Likidite riskindeki olası bir birimlik artışın firma değerini 0,35 oranında arttırmaktadır. Risk ile getiri arasındaki doğru orantı bu durumun artı yönünü ifade etmektedir.

Sınırlılıklar: Çalışma kapsamında 3 firmanın verilerine ulaşılamamıştır. Bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır.

Özgünlük/Değer: Çalışmada, firma değerinin finansal risklere olan hassasiyetinin incelendiği diğer çalışmalardan farklı olarak, 2010-2020 periyodunda BİST 30 endeksinde yer alan firma verileri incelenmiştir. Çalışma incelenen örneklem ve elde edilen bulgu yönleriyle özgün olup, literatüre katkı sağlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Firma Değeri, Finansal Riskler, BİST 30 Endeksi, Panel Veri Analizi

Abstract

Purpose: The aim of this research is to examine the possible effects of financial risks in the financial markets, which have deepened with the developments in recent years, on the value of the firm.

Design/Methodology: Data from 27 companies in the BIST 30 index during the 2010-2020 period were tested with panel OLS method. In the models created within the scope of the study, PP/DD and Tobin Q were preferred to represent firm value, and credit risk, currency (currency) risk, liquidity risk, interest risk and financial leverage ratio were preferred to represent financial risks.

Findings: As a result of the analysis; In both models determined, it has been determined that the exchange rate risk affects the firm value negatively. However, for the TBNQ model, it was concluded that the liquidity risk positively affects the firm value. A possible unit increase in liquidity risk increases the firm's value by 0.35 percent. The direct ratio between risk and return represents the plus side of this situation.

Limitations: Within the scope of the study, the data of 3 companies could not be reached. This situation constitutes the limitation of the study.

Originality/Value: In this study, unlike other studies examining the sensitivity of firm value to financial risks, firm data in the BIST 30 index for the 2010-2020 period were examined. The study is unique in terms of the sample examined and the findings obtained and contributes to the literature.

Keywords: Firm Value, Financial Risks, BIST 30 Index, Panel Data Analysis

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Harran Üniversitesi, Suruç Meslek Yüksekokulu, Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, emel.aba@harran.edu.tr, ORCID: 000000032573402X

1. GİRİŞ

Son yıllarda küresel ekonomi teknolojik gelişmeler, rekabet, salgın hastalıklar, dijitalleşme, savaşlar gibi birçok faktörün etkisi ile birlikte bir düzene sürüklenmektedir. Söz konusu yeni ekonomik düzen, tarafları belirsizlik ve çeşitli risklerle karşı karşıya bırakırken sürekli değişen ve gelişen dinamik yapısına uyum sağlamaya zorlamaktadır. Ancak yaşanan finansal gelişmeler ve piyasalar arasındaki etkileşim, yatırımcıların ilgisini daha fazla çekmektedir. Böyle bir ortamda firmaların ise amaç ve hedeflerini gerçekleştirebilmesi, kar ve değer maksimizasyonunu elde etmesi, süreklilik ve rekabet avantajı sağlayabilmesi için olası risk olgusunun iyi değerlendirilip, risk/getiri bileşiminin iyi yönetmesi gerekmektedir. Belirlenen hedeflere ulaşmayı zorlayacak veya engelleyecek olaylar dizisinin neden olduğu olası kayıpları ifade eden risk için iki temel unsurun gerçekleşmiş olması gerekmektedir. Bunlar, beklenen nihai sonuçta sapma olasılığı ve bu olasılığın etkisidir.

Günümüzde tamamen ortadan kaldırılması mümkün olmayan riskler ile ilgili farklı tanımlamalar ve sınıflandırma yöntemleri kullanılabilir. Tüm işletmeleri için söz konusu olan riskler zamana, ülkeye, faaliyete alanı, sektör, işletme özellikleri ve hatta yönetici tutum ve davranışlarına göre bile değişiklik gösterebilmektedir. Öyle ki geçmişte tehlike ve tehdit olarak ifade edilebilen risk, günümüzde fırsat olarak da görülebilmektedir (Şenol & Karaca, 2017:3). Finansal açıdan riskler temelde sistematik olmayan risk ve sistematik risk şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Söz konusu bu ayrım riskin müdahale edilebilmesi veya sınırlandırılabilmesi olasılığına göre belirlenmektedir. Sistematik olmayan riskler, firmanın kendine ve endüstri koşullarına özgü durumlardan kaynaklanan ve çeşitlendirme yolu ile müdahale edilmesi mümkün olmayan risklerdir. Sistematik riskler ise sistemden kaynaklı yani, tüm ekonomiyi ilgilendiren ancak firmaların öngörebilmesi ve müdahalesi pek mümkün olmayan risklerdir. Bunlar, enflasyon, kredi riski, yasal ve politik risk, piyasa riski, likidite riski, kur riski ve faiz oranı riski şeklindedir (İbiş, 2015:7).

İşletmeler için riskler ölçülebilirlik durumlarına göre finansal risk ve finansal olmayan risk şeklinde de sınıflandırılabilir. Genel anlamda finansal risk, finansal işlemler kapsamında oluşması muhtemel kayıp veya değer düşüklüğünü ifade etmektedir. Finansal riskler, hem firmanın kendi finansal yapısından hem de dışsal sebeplerden kaynaklanabilmektedirler. Söz konusu bu risklerin sürekli olarak gözlemlenmesi, ölçülmesi ve yönetilmesi gerekmektedir. Finansal olmayan riskler ise firmaların kendi faaliyet alanları ile yönetim politikası kaynaklı ortaya çıkabilen ve üst düzey yönetim tarafından müdahale edilebilen risklerdir (Topaloğlu, 2019:289). Piyasa riski, operasyonel risk ve kredi riski olarak sınıflandırılan bu riskler, finansal riskle karşı karşıya kalmanın ilk adımlarını oluşturmaktadır. Zira finansal olmayan riskler de finansal riskler kadar önem arz etmekte ve yönetim sürecinin doğru yapılamaması ile ciddi kayıplara sebebiyet verebilmektedir.

Firmalar, maruz kaldıkları finansal ve finansal olmayan tüm risklere rağmen hedeflerin gerçekleştirilme gayretindeki temel motivasyonları, kısa sürede maksimum kar elde etmek yerine orta ve uzun vadede azami firma değeri oluşturup bunun sürekliliğini sağlamaktır. Bu sebeptir ki firmaların olası finansal riskler ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi tanımlayıp bu doğrultuda bir politika izlemelidir. Finansal risklerin iyi tanımlanıp firma değeri ile olan ilişkisinin belirlenmesi gerek firmalar gerekse de yatırımcılar açısından oldukça önemlidir. Özellikle son dönemde yaşanan Covid 19 pandemisinin neden olduğu belirsizlik ortamı ve finansal riskler, yatırımcı davranışlarını doğrudan etkilerken konunun önemini daha da arttırmıştır. Bu noktadan hareketle yapılan bu çalışmada, firmaların maruz kaldıkları finansal risklerin firma değerine olan etkilerinin araştırılması amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda BİST 30 endeksinde işlem gören firmaların 2010-2020 yıllarına ait verileri panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir.

Çalışmada BİST 30 endeksinin tercih edilme sebebi, borsada piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin işlem görmekte olmasıdır. Dört bölümden oluşan bu çalışma araştırma ve yayın etiğine uygun olarak hazırlanmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde finansal risk kavramı ile ilgili temel bilgiler verilmiş, ikinci bölümünde konuya ilişkin literatür taraması yapılmış ve üçüncü bölümde de araştırmaya ilişkin metodolojiye yer verilmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise araştırma sonuçları değerlendirilmiştir.

2. LİTERATÜR ANALİZİ

Son yıllarda konuya ilişkin yapılan çalışmalar ve elde edilen bulgular, tarihi sıralama ile aşağıdaki şekilde özetlenmiştir.

Azım vd. (2015)'i çalışmalarında, risklerin yönetilmesi ve kamuya açıklanması ile firma değeri arasındaki ilişkinin tespitini amaçlamışlardır. Çalışmada risk yönetimi ile firma değeri ilişkisi, kamuya açıklama ile sistematik (piyasa / beta) risk ilişkisi ve kamuya açıklama ile firma değeri ilişkisi olmak üzere üç farklı ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada 2012 yılı itibariyle hisse senetleri Mısır Borsası'nda işlem gören finansal olmayan şirketler analiz kapsamında incelenmiştir. Sonuçlar, risk yönetimi ile firma değeri ilişkisinin pozitif, kamuya açıklama ile piyasa riskine maruz kalma ilişkisinin negatif ve kamuya açıklama ile firma değeri ilişkisinin ise pozitif yönde olduğu sonucu elde edilmiştir.

Demirgüneş (2016), çalışmasında finansal değişkenlerin firma değerini üzerindeki etkilerini araştırmayı amaçlamıştır. Çalışmada Borsa İstanbul'da yer alan firmaların 2007:Q1-2014:Q4 dönemine ilişkin verileri faktör ve çoklu regresyon anali ile incelenmiştir. Analiz sonucunda firma değerinin büyüme ve büyüklük ile ilişkili değişkenlerden pozitif yönde, krlılık değişkeninden ise negatif yönde etkilendiği ancak, likidite, borçlanma ve faaliyet etkinliği ile ilişkili değişkenlerin ise firma değerini etkileme noktasında nötr olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

şenol ve Karaca (2017), firmaların finansal yapılarında meydana gelen risklerin firma değeri ile olan ilişkisinin tespitinin amaçlandığı çalışmasında panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören 35 firmanın 2008-2015 döneminde ilişkin verileri incelenmiştir. İnceleme sonucunda, finansal kaldıraç ve kredi risklerinin firma değerini pozitif yönde; likidite riski ve kur riskinin ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada firmaların kur riskini ve likidite riskini dikkate almaları gerektiği, likidite riskini minimize etmek adına firmaların portföylerini çeşitlendirmeleri gerektiği ve kısa vadeli yabancı kaynakların vadelerine dikkat etmeleri gerektiği önerisinde bulunulmuştur.

Topaloğlu (2018) da çalışmasında, firma değerinin finansal risklerden etkilenme düzeyinin tespitini amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda 2012-2017 döneminde Borsa İstanbul 100 Endeksinde yer alan firmalara ilişkin verileri panel veri analizi ile incelemiştir. Üç farklı modelin kullanıldığı çalışmada finansal riskleri temsilen faiz riski, sermaye riski, kur riski, likidite riski ve kredi riski tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonuçları söz konusu riskler ile firma değeri ilişkisinin anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada örneklem firmaların firma değerlerini ykseltebilmeleri noktasında önerilerde bulunulmuştur.

Anton (2018) alışmasındaki amaç farklı ekonomik ortamlarda kurumsal risk yönetimi uygulamasının firma değeri üzerindeki etkilerini araştırılmasıdır. Çalışmada zaman boyutu 2001-2007 yılları arasındaki dönem kriz öncesi dönem ve 2001-2011 yılları arasındaki dönem ise finansal krizi de kapsayan dönem olarak ifade edilmiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada belirlenen dönemler içerisinde Romanya borsasına kayıtlı firmalardan oluşan örneklem verileri analiz edilmiştir. Araştırma sonuçları kurumsal risk yönetimi ile firma değeri ilişkisinin pozitif yönlü olduğu sonucu göstermektedir. Ayrıca araştırma kapsamında büyüklük ve finansal kaldıraç ile firma değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Zaman boyutu finansal kriz dönemi (2001-2011) boyunca genişletildiğinde ise kurumsal risk yönetiminin firma değerini önemli ölçüde etkilemediği grlmştir.

Naimoğlu ve Polat (2019) alışmasında gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Gelişmekte olan 9 ülkenin Ocak 1999 – Mayıs 2015 döneminde ait verilerinin incelendiği çalışmada bir panel veri analiz yöntemi olan Ortak İlişkili Etkisi (CCE) tahmincisi kullanılmıştır. Analiz sonuçları firmaların piyasa değerlerinin faiz oranından negatif yönde etkilediğini göstermiştir. Ayrıca bütün ülkelerde faiz oranının menkul kıymetler borsasına olan etkisi negatif iken sadece 2 ülke için pozitif sonuç elde edilmiştir.

şit vd. (2020)'nin finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkisinin tespitine yönelik yaptığı çalışmalarında, 2009-2018 döneminde 8 mevduat bankasının verileri Westerlund Eşbütünleşme testi ve AMG (Augmented Mean Group Estimator) arttırılmış Ortalama Grup Tahmincisi yöntemleri ile

incelenmiştir. Firma değeri olarak PP/DD belirlenirken bağımsız değişkenler olarak Net İşletme Sermayesi/Aktif Toplam, Takipteki Krediler/Toplam Krediler, Net Yabancı Para Pozisyonu/Özsermaye Toplamı ve Toplam Borçlar/Varlıklar toplamı tercih edilmiştir. Analiz sonuçları değişkenler arasında eş bütünleşme (uzun dönem) ilişkisinin olduğunu göstermiştir. Ayrıca firma değerinin belirlenen bağımsız değişkenlerden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Al-Slehat (2020), çalışmasında finansal kaldıraç, büyüklük ve varlık yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Amman borsasında işlem gören madencilik sektöründe bulunan 13 firmanın 2020-2018 dönemine ait verileri incelenmiştir. Basit regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada firma değerini temsilen Tobin's Q tercih edilmiştir. Analiz sonuçları finansal kaldıraç ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını ancak büyüklük ve varlık yapısının firma değeri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Çalışma, firmaların uzun vadede hayatta kalabilmeleri ve dolayısıyla şirketin büyümesi için optimal borç ve öz sermaye karışımı elde etmeleri gerektiğini önermektedir.

Öztürk vd. (2021), firma değeri ile finansal riskler arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada Borsa İstanbul imalat sanayi sektöründe bulunan içecek, gıda ve tütün sektörü verileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında söz konusu sektörlerin tercih edilesinde bu sektörlerde makineleşmenin ve insan gücünün yoğun olması ve finansal arz-talebin fazlaca görülmesi etkili olmuştur. Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada, 23 firmanın 2010-2020 dönemini kapsayan verileri analiz edilmiştir. Analiz kapsamında oluşturulan modelde firma değerini temsil için Tobin Q ve PP/DD tercih edilmiştir. Finansal risk kapsamında da kredi, kur, likidite, faiz ve sermaye riskleri kullanılmıştır. Analiz kapsamında oluşturulan ilk modelde kur riskinin firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu likidite riskinin ise negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. İkinci modelde ise kredi riskinin firma değeri üzerinde pozitif, kur riskinin ise negatif yönde etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özcan (2021), finansal risklerin işletme performansına olan etkisinin incelendiği çalışmada Borsa İstanbul sanayi endeksinde işlem gören 106 firmanın 2010-2020 dönemine ait verileri incelenmiştir. Panel regresyon analizi ile kur riski, kredi riski, likidite riski ve finansal kaldıraç oranının işletme değerini temsil eden PP/DD'e etkisi test edilmiştir. Analiz sonuçları kur riskinin işletme performansı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada örneklem firmalarının kur riskini dikkate alarak tedbir almalarını, finansal kaldıraç düzeylerini dengede tutmalarını ve kredi riskini minimize etmek adına satış politikalarını gözden geçirmeleri gerektiği hususunda önerilerde bulunulmuştur.

Yapılan literatür araştırmasında risk olgusunun ele alındığı çalışmaların üç perspektifte şekillendiği görülmüştür. Bunları finansal risklerin neden olduğu muhtemel kayıpların tespiti, finansal risklerin olası etkilerinin tespiti ve firma yönetiminden kaynaklanan genel risklerdir. Finansal risklerin firma değeri ve firma performansına etkilerinin araştırıldığı çalışmalarda ise kurumsal yönetim uygulamaları, risk türleri, kar payı dağıtım politikaları ve sermaye yapıları gibi çeşitli faktörlerin incelendiği görülmüştür. Ayrıca bu çalışma, firma değerinin finansal risklere olan hassasiyetinin incelendiği diğer çalışmalardan farklı olarak, 2010-2020 periyodunda post-covid19 ekonomi sürecini de kapsamı noktasında özgün olup, literatüre katkı sağlamaktadır.

3. METODOLOJİ

3.1. Veriler ve Yöntem

Çalışmanın bağımsız değişkenini oluşturan finansal riskler; likidite riski, faiz riski, kredi riski, kur riski, ve finansal kaldıraç oranı şeklinde belirlenmiştir. Söz konusu finansal riskler, firma değerine doğrudan etkileyerek sürdürülebilirlik açısından önemli olduğu kabul gören ve alan yazında sıklıkla incelenen risklerdir. Öte yandan bağımlı değişken kapsamında da firma değerini temsilen Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Tobin's Q oranı (TBNQ) kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin açıklamalar Tablo 1'de sunulmaktadır;

Tablo 1: Çalışma Kapsamında Kullanılan Değişkenler, Açıklamaları ve Referanslar

Değişken	Kısaltma	Açıklama	Referans	
Firma Değeri	Tobin Q	(Piyasa Değeri + Yabancı Kaynaklar Toplamı) / Toplam Aktif	(Topaloğlu, 2018)	
	Piyasa Değeri /DefterDeğeri	PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri	(Topaloğlu, 2018)
Finansal Riskler	Kredi Riski	KRD	(K.V. Ticari Alacaklar + K.V. Diğer Alacaklar + İlişkili Taraflardan Alacaklar+ İlişkili U.V. Alacaklar+ Diğ. U.V. Alacaklar) / z Sermaye	(Şenol & Karaca, 2017)
	Kur Riski	KUR	Net Yabancı Para Pozisyonu / z Sermaye	(Topaloğlu, 2018)
	Likidite Riski	LKD	Dönen Varlıklar / K.V. Yabancı Kaynaklar	(Şenol & Karaca, 2017)
	Faiz Riski	FAİZ	Değişken Faizli Yükümlülükler / z Sermaye	(Topaloğlu, 2018)
	Finansal Kaldıraç Oranı	FK	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	(Şenol & Karaca, 2017)

Çalışmada BİST 30 Endeksinde yer alan firmaların 2010-2020 dönemine ait finansal verileri analiz kapsamında incelenmiştir. Çalışmada BİST 30 endeksinin tercih edilmesinin temel sebebi, BİST 30 endeksinde işlem gören hisse senetlerinin, borsada işlem gören hisse senetleri arasında yüksek piyasa değeri ve işlem hacmine sahip olmasındır. İncelemelerde, BİST 30 endeksinde verileri mevcut olmayan 3 firma örneklemeden düşülmüş ve kalan 27 firma ile analiz süreci tamamlanmıştır. Örneklemeden düşülen firmalar Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ő., Kardemir Karabük Demir elik Sanayi Ve Ticaret A.Ő. ve Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ő. dir. 27 Şirketin yıllık verileri ile 270 birim ve zamandan oluşan panel veri seti ele alınmıştır. Söz konusu finansal veriler Őirketlere ait internet sitelerinden, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Borsa İstanbul veri tabanından yararlanılmıştır. Çalışmada incelenen firmalara ilişkin açıklama Tablo 2’de sunulmaktadır;

Tablo 2: Çalışmada İncelenen Firmalar

Firmalar	BİST Kodu
1. AKBANK T.A.Ő.	AKBNK
2. ARÇELİK A.Ő.	ARCLK
3. ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ	ASELS
4. BIM BİRLEŐİK MAĀAZALAR A.Ő.	BIMAS
5. BİRİK MENSUCAT	BRMEN
6. EREĀLİ DEMİR VE ELİK FABRİKALARI T.A.Ő.	EREGL
7. FORD OTOMOTIV SANAYİ A.Ő.	FROTO
8. GBRE FABRİKALARI T.A.Ő.	GUBRF
9. HACI ÖMER SBANCI HOLDING	SAHOL
10. HEKTAŐ TİCARET T.A.Ő.	HEKTS
11. KO HOLDİNG A.Ő.	KCHOL
12. KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ő.	KOZAL
13. PEGASUS HAVA TAŐIMACILIęI	PGSUS
14. PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ő.	PETKM
15. SASA POLYESTER SANAYİ A.Ő.	SASA

16.	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL
17.	TEKFEN HOLDİNG	TKFEN
18.	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL
19.	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNELERİ A.Ş.	TUPRS
20.	TÜRK HAVA YOLLARI A.O	THYAO
21.	TÜRK TELEKOMÜNASYON A.Ş.	TTKOM
22.	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	GARAN
23.	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB
24.	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR
25.	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE
26.	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	VESTL
27.	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	TKBNK

Finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada, araştırma yöntemi olarak panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analiz yönteminin kullanımının bir takım avantajları bulunmaktadır (Şenol & Karaca, 2017:9):

- Panel veri analizinde ülke, firma ve birey, gibi birim farklılıkları dikkate alınmaktadır.
- Panel veri analizinde aynı anda çok daha fazla değişken incelenip daha açıklayıcı sonuçlar verebilmesi sebebiyle etkinlik düzeyi yüksektir.
- Panel veri analizi daha kompleks yapı ve modellerin anlaşılmasına olanak sağlamaktadır.

Genel çerçevede panel veri modeli;

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad (1)$$

şeklinde ifade edilmektedir. Modelde kullanılan t; zamanı, i; birimleri (bireyler, firmalar, ülkeler gibi) ve X rastlantısal olmayan unsuru ifade etmektedir.

Panel veri analizi; sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli olarak kategorize edilmektedir. Sabit etkiler modelinde katsayılar birim veya birim ile zamana göre değiştik gösterdiği varsayılmaktadır. Şu şekilde formüle edilmektedir (Kaya, 2014: 296);

$$Y_{it} = \beta + \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_{it} \quad i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T \quad (2)$$

Tesadüfi etkiler modelinde birim veya birim ve zamana göre oluşan değişiklikler modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun temel sebebi sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybını önlemektir (Pazarlıoğlu ve Gürler 2007:38). Şu şekilde formüle edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu,2018: 102);

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + \mu_{it} \quad i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T \quad (3)$$

Finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkinin tespiti amacıyla Tablo 1’de bulunan değişkenler dahilinde oluşturulan modeller aşağıda yer almaktadır. Bunlar (Topaloğlu, 2018);

$$\text{Model 1: } TBNQ_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} KRD_{it} + \beta_{2it} KUR_{it} + \beta_{3it} LKD_{it} + \beta_{4it} FAİZ_{it} + \beta_{5it} FK_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Model 2: } PD/DD_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} KRD_{it} + \beta_{2it} KUR_{it} + \beta_{3it} LKD_{it} + \beta_{4it} FAİZ_{it} + \beta_{5it} FK_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Her iki modelde de $i = 1, 2, 3, \dots, N$ yatay kesitlerin birimlerini ifade ederken $t = 1, 2, 3, \dots, T$ ise zaman boyutunu ifade ve ϵ ise panel hata terimini ifade etmektedir.

Çalışma kapsamında kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

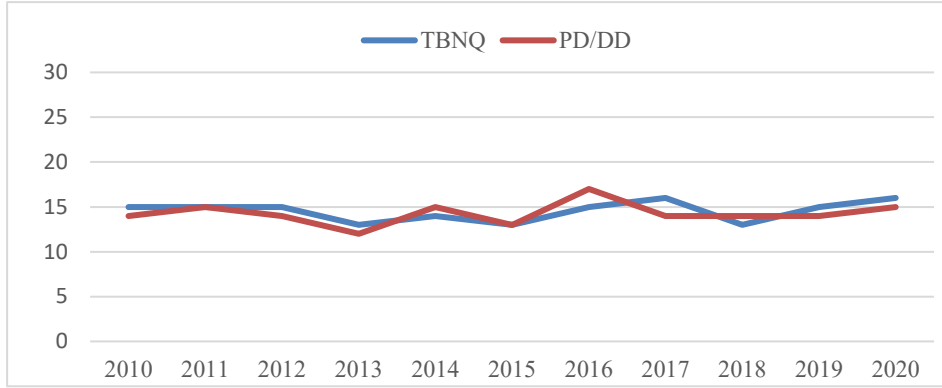
Tablo 3: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Ortanca	Azami Değer	Asgari Değer	Standart Sapma	arpıklık	Basıklık	Jarque-Bera
TBNQ	270	1,925	1,588	6,719	1,030	1,070	2,588	13,517	2573,44
PD/DD	270	2,115	7,040	7,635	0,392	1,503	2,164	26,433	28,5832
KRD	270	0,458	1,288	4,615	0,054	0,490	-0,612	5,694	1560,471
KUR	270	0,415	5,124	3,562	0,083	0,768	0,433	33,637	3153,66
LKD	270	0,863	0,583	1,959	0,000	0,239	3,491	46,348	2471,472
FAİZ	270	0,069	0,102	7,345	0,000	1,003	2,783	15,696	9637,02
FK	270	0,514	0,627	0,914	0,049	0,825	5,742	51,427	2863,70

Tablo 3'te de görüldüğü üzere bağımlı değişken olarak belirlenen firma değeri göstergelerinden TBNQ oranı 1,925 olarak tespit edilmiş olup firmaların gelecek beklentilerinin olumlu olduğu ve beklenen hedeflerini gerçekleştirme ihtimalinin yüksek olduğunu göstermektedir (TBNQ>1). Piyasa değeri ile kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarının toplam varlıklara oranı olarak hesaplanan TBNQ oranının 1'in altında olması ise firmaların gelecek kaygısı ile yatırım yapmaktan çekinme ihtimallerinin olduğunun ifadesidir. (Efecik, 2006:99) PD/DD oranı ise 2.115 olup, örneklem firmaların piyasada değerlerinin nominal değerlerinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir (PD/DD >1).

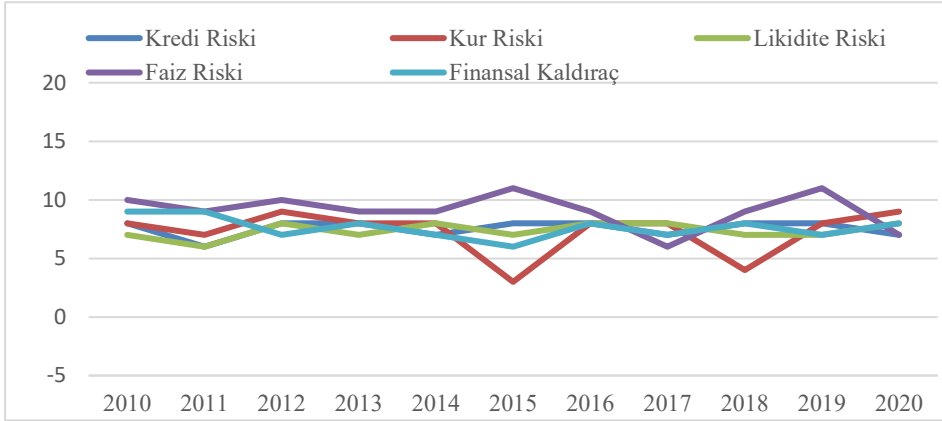
Finansal riskler kapsamında belirlenen kredi riski, kur riski, likidite riski, faiz riski ve finansal kaldıraç değerlerinin sırasıyla 0,45, 0,41, 0,86, 0,06 ve 0,51 olduğu tespit edilmiştir. 0.45 olan kredi riski oranı, firmaların alacak riski ile karşı karşıya olduğunu, 0,41 olan kur riski oranı ise firmaların özkaynaklarındaki yabancı para pozisyonlarını göstermektedir. Likidite oranının ortalama 0.86 olması, firmaların kısa dönemli likidite riskinin yüksek olduğunu, firmanın kısa vadede borç ödeme riski ile karşılaşabileceğini göstermektedir. Cari oranın 1'e yakın olması firmaların dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmeye yetersiz olduğunu işaret etmektedir. Faiz riskinin 0.06 olması firmaların değişken faizli borç yükümlülüklerinin az olduğunun göstergesidir. Son olarak finansal kaldıraç oranının 0.51 olması firmaların varlıklarının yaklaşık yarısını yabancı kaynaklardan karşıladığını göstermektedir.

Firma değerleri ve finansal riskleri tesil eden değişkenlere ilişkin 2010-2020 dönemine ait zaman serileri ortalamaları, Grafik 1 ve Grafik 2'de yer almaktadır.



Grafik 1: Firma Değerlerine İlişkin Zaman Serileri

Grafik 2: Finansal Risklere İlişkin Zaman Serileri



İlgili grafiklerde görüldüğü üzere firma değerini temsil eden PD/DD ile TBNQ değerlerinin süreç boyunca birbirlerine yakın ve paralel seyretmektedir. Öte yandan finansal risklere ilişkin değerlerin zaman serileri incelendiğinde, 2010-2020 sürecinde değişimlerin genelinde dalgalanmaların yaşandığı ancak faiz riski ile kur riskinde söz konusu dalgalanmaların çok daha belirgin olduğu görülmektedir. Özellikle kurlarda meydana gelen dalgalanmaların yabancı para cinsinden işlemlerde bulunan firmaların nakit akışlarında sebep olduğu olumsuzluklar olarak ifade edilen kur riskinin daha net tanımlanması ve şirket dışı korunma yöntemleri ile minimize edilmesi gerekmektedir. Faiz oranlarının düşük olduğu bir ortamda tasarrufa yönelik eylemlerden elde edilecek gelir düşerken harcama eğilimi artırmaktadır. Ancak bu durum yabancı sermayenin akışını azaltırken döviz kurlarında yükselmesine neden olabilmektedir. Bu noktadan hareketle kur riski ile faiz riski arasındaki ters yönlü eğilimin faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkinden kaynaklandığı söylenebilir.

3.2. Bulgular

Araştırma kapsamında uygulanacak olan panel veri analizinin güvenilir ve tutarlılığı için bazı varsayımların sınanması gerekmektedir. Bunlar oklu doğrusal bağlantı sorunu, otokorelasyon, yatay kesit bağımlılığı, serilerin durağan olması ve değişen varyanstır. Söz konusu varsayımlardan ilkini oluşturan çoklu doğrusal bağlantı olasılığında bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyon sorununu olup olmadığı test edilmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı sorununu tespiti için uygulanan diğer bir lt ise Varyans Őiřirme Faktör (VIF <10) değerleridir.

Araştırmaya ilişkin korelasyon ve VIF analiz sonuçları Tablo 4.'te verilmektedir.

Tablo 4: Korelasyon Analiz Sonuçları (Model 1)

	TBNQ	PD/DD	KRD	KUR	LKD	FAİZ	FK	VIF
TBNQ	1	0,683 (0,000)	-0,314 (0,000)	-0,234 (0,542)	-0,373 (0,000)	-0,017 (0,000)	-0,417 (0,000)	
KRD			1	0,438 (0,000)	0,263 (0,000)	0,560 (0,000)	0,581 (0,000)	1,69
KUR				1	0,457 (0,000)	0,103 (0,000)	0,399 (0,002)	1,70
LKD					1	-0,326 (0,000)	0,649 (0,000)	1,38
FAİZ						1	-0,071 (0,000)	1,47
FK							1	1,51

Tablo 5: Korelasyon Analiz Sonuçları (Model 2)

	TBNQ	PD/DD	KRD	KUR	LKD	FAİZ	FK	VIF
TBNQ	1	0,683 (0,000)	-0,314 (0,000)	-0,234 (0,542)	-0,373 (0,000)	-0,017 (0,000)	-0,417 (0,000)	
PD/DD		1	0,051 (0,397)	0,138 (0,011)	-0,137 (0,022)	0,238 (0,000)	0,137 (0,067)	
KRD			1	0,438 (0,000)	0,263 (0,000)	0,560 (0,000)	0,581 (0,000)	1,69
KUR				1	0,457 (0,000)	0,103 (0,000)	0,399 (0,002)	1,70
LKD					1	-0,326 (0,000)	0,649 (0,000)	1,38
FAİZ						1	-0,071 (0,000)	1,47
FK							1	1,51

Tablo 4'te görüldüğü üzere araştırma kapsamında oluşturulan modeller için değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon katsayısının 0.68 bağımsız değişkenlere ilişkin VIF değerlerinin ise 1.38 ile 1.70 arasında değer aldığı tespit edilmiştir. Söz konusu bulgular, modele dâhil edilen bağımsız değişkenler arasındaki ilişkide yüksek korelasyon sorununun yani ve söz konusu ilişkinin analizler için uygun olduğu belirlenmiştir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 120).

Ekonometrik analizlerde zaman boyutu olması sebebiyle serilerin durağan olması beklenmektedir. Bir zaman serisinin durağan olmaması eğilim(trend) içermesi anlamına gelirken, yapılan analiz ve öngörülerin yanıltıcı olabileceğini belirtmektedir (Şahbaz, 2007:9). Serilerin durağan olup olmadığının tespiti için birinci nesil birim kök testlerinden Levin, Lin & Chu (LLC) yöntemi kullanılmıştır.

Araştırma kapsamında yapılan birim kök analizleri Tablo 6'da yer almaktadır. İlgili tabloda görüldüğü üzere analiz kapsamında belirlenen değişkenlere ait verilerin seviyesinin durağan olduğu yani birim kök içermedikleri sonucuna ulaşılmıştır. ($p < 0,05$).

Tablo 6: Birim Kök Test Sonuçları

Yöntem	Model	Değişkenler	t* istatistiği	p-değeri
Levin, Lin & Chu (T İstatistiği)	Sabitli - Trendli	TBNQ	-15,2388	0,0000*
		PD/DD	-21,2302	0,0002*
		KRD	-20,0147	0,0007*
		KUR	-17,6390	0,0000*
		LKD	-12,8212	0,0000*
		FAİZ	-5,1703	0,0000*
		FK	-11,6287	0,0000*

Not: * sembolü %5 düzeyini ifade etmektedir.

Araştırma kapsamında sınanması gereken diğer varsayımlardan değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları ise aşağıdaki yer almaktadır. Tabloda görüldüğü üzere firma değerini temsil eden TBNQ ve PD/DD bağımlı değişkenlerin otokorelasyon sorununun tespiti için Wooldridge testi ve değişen varyans sorununun olup olmadığının tespiti için de Modified Wald testinden yararlanılmıştır.

Tablo 7: Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları

	TBNQ	PD/DD
Modified Wald	0,0295	0,0673
p-değeri	0,0001*	0,0013*
Wooldridge	3,381	2,127
p-değeri	0,0491*	0,0431*

Not: * sembolü %5 düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 7'de görüldüğü üzere wooldridge otokorelasyon testi sonuçlarında ise p değerlerinin sırasıyla 0.0491 ve 0.0431 ($p < 0.05$) olması değişkenler arasında otokorelasyon sorunu olduğunu göstermektedir. Ayrıca görüldüğü üzere yine %5 anlamlılık düzeyinde değişen varyans sorununun

olduğu görülmektedir. Her iki model için otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının varlığı standart dirençli tahminci modelinin kullanılması gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Panel veri analiz yöntemi ile belirlenen modellerde uygulanabilecek tahmin yöntemleri birimler arası etkiler, zaman etkileri ve eşzamanlı birim ve zaman etkilerine göre değişiklik göstermektedir. Söz konusu tahmin yöntemleri katsayılarının sabit veya rassal varsayılmasına göre sabit etkiler modeli, havuz modeli ve rassal etkiler modeli şeklinde sınıflandırılmaktadır. (Yaman vd., 2017:195). Bu modellerden hangisinin uygun olacağına ise F ve LR testleri ile karar verilmektedir. F testi, klasik modeli sabit etkiler modeline karşı test ederken, LR testi klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmektedir. Birim ve zaman etkilerinin F ve LR testleri neticesinde belirlenmesi ile söz konusu etkilerin sabit veya rassal olduğunu belirlemek için ise Hausman testi uygulanmaktadır (şenol & Karaca, 2017:13). Bahsi geçen testlerin sonuçları Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8: F, LR ve Hausman Testi Sonuçları

<i>Model</i>	<i>F Testi</i>		<i>LR Testi</i>		<i>Hausman Testi</i>
	Test	İstatistik	Test	İstatistik	
TBNQ	Birim	23,502 (0,000)*	Birim	59,391 (0,000)*	0.0012
	Zaman	231,053 (0,000)*	Zaman	241,621 (0,000)*	
	Birim ve Zaman	21,649 (0,000)*	Birim ve Zaman	48,712 (0,000)*	
PD/DD	Birim	41,837 (0,000)*	Birim	301,227 (0,000)*	0.0006
	Zaman	19,733 (0,000)*	Zaman	75,802 (0,000)*	
	Birim ve Zaman	125,409 (0,000)*	Birim ve Zaman	35,883 (0,000)*	

Not: * sembolü %5 düzeyini ifade etmektedir.

F ve LR test sonuçları her iki modelde de klasik panel modelinin kullanılmayacağını göstermektedir. Hausman testi sonuçları ise %5 anlamlılık düzeyinde sabit etkili modelin kullanılmasının uygun olacağını ifade etmektedir. Ayrıca Tablo 7’de de görüldüğü üzere değişen varyans ve oto-korelasyon sorunlarının varlığı sebebiyle değişkenler arasındaki ilişkileri araştıran model tahminleri için söz konusu sorunlara rağmen dahi dirençli standart hatalarla etkin ve tutarlı tahminler yapan Driscoll-Kraay standart hatalı sabit etkiler model tahmincisinden yararlanılmıştır (Kutbay, 2019:610).

Tablo 9: Driscoll-Kraay Sabit Etkiler Tahmin Sonuçları

TBNQ (Model 1)				
	<i>Katsayı</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>p-değeri*</i>
KRD	0,0521	0,13	1,28	0,896

<i>KUR</i>	-0,0788	0,21	1,04	0,038**
<i>LKD</i>	0,3521	0,15	2,11	0,011**
<i>FAİZ</i>	-0,0303	0,06	1,64	0,533
<i>FK</i>	0,1403	0,32	2,14	0,618
<i>Sabit Terim</i>	0,050	0,211	1,14	0,0063

Gözlem: 270

Grup: 27

P: 0,0000

R² (Grup içi): 0,5312

F: 62,83

PD/DD (Model 2)

	<i>Katsayı</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>p-değeri*</i>
<i>KRD</i>	-0,6521	0,09	0,42	0,053**
<i>KUR</i>	-0,3818	0,16	1,54	0,012**
<i>LKD</i>	0,1821	0,11	1,91	0,581
<i>FAİZ</i>	0,4213	0,05	3,24	0,163
<i>FK</i>	0,2815	0,12	2,90	0,320
<i>Sabit Terim</i>	1,7025	0,106	3,12	0,4563

Gözlem: 270

Grup : 27

P: 0,0000

R² (Grup içi): 0,5027

F: 36,85

Not: * sembolü %5 düzeyini ifade etmektedir.

İlgili tabloya göre ilk modelde finansal risklerden kur riski (KUR) ve likidite riskinin (LKD) firma değeri ile anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır (p<0.05). TBNQ modelinde kur riski firma değeri üzerinde negatif etkiye sahipken, likidite riski pozitif yönde bir etkiye sahiptir. Bu noktadan hareketle kur riskinin firma değerini olumsuz yönde etkilediği, kredi riski, faiz riski ve finansal kaldıraç ise firma değerini etkilemediği söylenebilmektedir. PD/DD modelinde ise kredi (KRD) ve kur (KUR) risklerine sahip etkilerin anlamlı oldukları görülmektedir.

PD/DD modelinde kur riski ve kredi riskinin firma değerini negatif etkilerken, likidite riski, faiz riski ve finansal kaldıraç herhangi bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ikinci model için kur ve kredi riskinin firma değerini düşürdüğü, likidite riski, faiz riski ve finansal kaldıraç ise etkilemediği tespit edilmiştir. Ayrıca kur riskinde meydana gelen bir birimlik değişim firma değerini TBNQ modeli için yaklaşık 0,08 ve PD/DD modeli için de %38 etkilemektedir. Her iki model için mevcut etki negatif yöndedir. TBNQ modeli için likidite riskinde meydana gelen bir birimlik değişim firma değerini %35 oranında olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Öte

yandan tabloda yer alan R^2 değerlerine bakıldığında, bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişken üzerindeki etkisini Model 1’de 0.5312 oranında ve Model 2’de 0.5027 olduğu görülmektedir.

4. SONUÇ

Yirminci yüzyılın son çeyreği ile birlikte başlayan küreselleşme süreci sermayenin uluslararası boyut kazanmasını sağlamıştır. Artan rekabet ortamı yeni girişimcilerin ortaya çıkmasını sağlarken ekonominin kalkınmasını da desteklemiştir. Merkezizyeti yapıdan uzaklaşarak küresel girişimci ağı içerisinde faaliyet sürdüren firmalar için öncelikli hedef, kar maksimizasyonu yerine firmanın piyasa değerini maksimize etmek olmuştur. Modern finansal yönetim yaklaşımlarının bir sonucu olan bu durum küreselleşme ile birlikte artan ve değişen risk faktörlerinden kaynaklanmaktadır. Firmaların sahip olduğu varlıklarının finansal değerinde olası değer kaybı veya azalımı olarak ifade edilebilen finansal risk firmalar arasında göreceli bir kavramdır. şöyle ki finansal riskler firmaların beklentilerine, deneyimlerine, faaliyet alanlarına, sektöre, ülkeye, yönetim şekline vb. gibi birçok unsura bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Ancak net olan bir şey var ki oda, söz konusu finansal risklerin firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkilerinin varlığıdır.

Çalışma ile 2010-2020 döneminde BIST 30 Endeksinde bulunan firmaların finansal riskleri ile firma değerleri arasındaki ilişki panel veri analiz yöntemi ile araştırılmıştır. Araştırma kapsamında firmaların firma değerlerini Tobin Q ve PD/DD oranları temsil ederken, finansal yapılarına ilişkin risk göstergeleri olarak, döviz kuru riski, kredi riski, faiz riski, likidite riski ve finansal kaldıraç belirlenmiştir. Analizde oklu doğrusal bağlantı, birim kök, yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve değişen varyans varsayımları test edilmiştir. Test sonuçları değişkenlerin zaman serilerinde çoklu doğrusal bağlantı sorununun bulunmadığını ve VIF değerlerinin analiz için uygun olduğu göstermiştir.

Panel veri varsayımlarında meydana gelen sapmalar sebebiyle uygulanan Driscoll ve Kraay dirençli tahmincisi ile bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. TBNQ model tahmin sonuçları incelendiğinde, finansal risklerden kur riski ve likidite riskinin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak aynı model kapsamında kur riski firma değeri üzerinde negatif etkiye sahipken, likidite riski pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. PD/DD model tahmin sonuçları ise kredi riski ve kur riskinin firma değeri üzerindeki etkilerinin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD modelinde kur riski ve kredi riskinin firma değerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktada dikkat çeken husus, her iki modelde de kur riskinin firma değerinin negatif yönde etkilediğidir. Diğer bir ifade ile her iki modelde bağımlı değişken olan TBNQ ve PD/DD değişkenlerini etkileyen ortak bağımsız değişken olan kur riskinde bir birimlik artış veya azalışın firma değerini TBNQ modeli için yaklaşık 0,08 ve PD/DD modeli için ise %38 negatif etkilemektedir. Ayrıca TBNQ modeli için likidite riskinin firma değerini olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Likidite riskindeki olası bir birimlik artışın firma değerini 0,35 oranında arttırmaktadır. Likidite derecesi arttıka firmanın kısa vadeli kaynakla finansmanda riski artmaktadır ancak maliyetleri de azalmaktadır. Risk ile getiri arasındaki doğru orantı bu durumun artı yönünü ifade etmektedir. PD/DD modeli için ise kredi riski ile firma değeri arasındaki ilişkinin anlamlı ve negatif yönde olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu ifade kredi riskinde meydana gelebilecek bir birimlik azalışın firma değerini 0,05 oranında düşürebileceği anlamına gelmektedir.

Elde edilen bulgular neticesinde hem BIST30 firmalarının hem de yatırımcılarının kur riski ve kredi risklerini dikkate alarak politika geliştirmeleri gerekmektedir. Firmaların kur riskinin firma değerini negatif yönde etkileyen ortak faktör olmasından hareketle, kur riskini dikkate alarak finansal kararlar vermelidirler. Özellikle ithalat borçlanmayı döviz ile gerçekleştiren firmaların nakit akışları etkilenirken maliyetleri de ciddi oranda artmaktadır. Küreselleşme ve finansal piyasalardaki büyüme ile birlikte döviz kuru hareketleri finansal ve finansal olmayan tüm firmalar açısından önem arz etmektedir. Firma satış politikalarını gözden geçirerek ticari alacak hususundaki bir takım iyileştirmelerle kredi riskini minimize etmeli ve kur riskinden korunmak adına da hedge işlemlerinden yararlanmalıdırlar. Öte yandan firmaların rekabet avantajı ve sürekliliklerini sağlamak adına değer maksimizasyonuna daha fazla önem vermeleri gerekmektedir. Firmaların faaliyette buldukları ülkenin ekonomik yapı, sektör ve faaliyet alanlarına göre çeşitlilik gösteren risk faktrelerini iyi değerlendirmeli bu doğrultuda gerekli nelemleri almalıdırlar.

Çalışma sonuçları itibari ile literatürde incelenen Öztürk vd. (2021) ve Özcan (2021) çalışmaları ile eş yönlü; Naimoğlu ve Polat (2019) çalışması ile zıt yönlü sonuç verirken Şenol ve Karaca (2017), Şit vd. (2020) ve Topaloğlu (2018) çalışmaları ile kısmen eş yönlü sonuçlar verdiği görülmektedir. Ayrıca 2010-2020 dönemleri içerisinde BIST 30 Endeksinde yer alan 30 firmanın 27'sine ait veriler incelenmiş, geri kalan 3 firmanın örneklem dışında tutulması çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Bu noktadan hareketle sonraki çalışmalarda farklı risk ve firma değeri ölçütlerinin değerlendirilmeye alınması ve tam örneklem sayısına ulaşılması ile çalışma geliştirilebilir.

Etik Beyan: Bu çalışmada “Etik Kurul” izini alınmasını gerektiren bir yöntem kullanılmamıştır.

Ethics Statement: In this study, no method requiring the permission of the “Ethics Committee” was used

KAYNAKÇA

- Al-Slehat, Z. A. F., Zaher, C., Fattah, A. & Box, P. O. (2020). Impact of financial leverage, size and assets structure on firm value: evidence from industrial sector, *International Business Research*, 13(1), 109-120.
- Anton, S. G. (2018). The impact of enterprise risk management on firm value: empirical evidence from romanian non-financial firms. *Engineering Economics*, 29(2), 151-157.
- Abdel-Azim, M. H. & Abdelmoniem, Z. (2015). Risk management and disclosure and their impact on firm value: the case of egypt, *International Journal of Business, Accounting & Finance*, 9(1).
- Demirgüneş, K. (2016). The effect of liquidity on financial performance: evidence from turkish retail industry. *International Journal of Economics and Finance*, 8(4), 63-79.
- Efecik, G. (2006). *Firma değeri ve kamuyu aydınlatma ilişkisi: İMKB'de bir uygulama*, (Yayın No. 191300) (Yüksek Lisans Tezi- Ankara Üniversitesi). Yüksek Öğretim Kurumu Tez Merkezi Ulusal Tez Merkezi | Anasayfa (yok.gov.tr)
- İbiş, A. (2015). *İşletmelerde risk yönetimi ve türev ürünlerin kullanımı üzerine BİST'de bir uygulama*, (Yayın No. 389843) (Yüksek Lisans Tezi-Balıkesir Üniversitesi). Yüksek Öğretim Kurumu Tez Merkezi Ulusal Tez Merkezi | Anasayfa (yok.gov.tr)
- Kaya, A. (2014). Menkul kıymet piyasaları ekonomik büyümenin bir dinamiği midir? Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(4), 285-306. D.4.pdf
- Kutbay, H. (2019). Vergi gelirlerini etkileyen faktörler: seçilmiş ülkeler için panel veri analizi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(3), 602-617. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.519599>
- Naimoğlu, M. & Polat, M. (2019). Faiz oranlarının firmaların piyasa değerine etkisi: gelişmekte olan ülkeler örneği. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(5), 115-121. <https://doi.org/10.18506/anemon.461361>
- Özcan, M. (2021). Finansal risklerin firma değerine etkisi: BİST sınai endeksi üzerine bir uygulama. Ünvan Y. A. (Ed). *Bankacılık ve Finans Çalışmaları* (s: 58-75). Fransa: Livre de Lyon. FINANSAL_VE_POLITIK_RISK_ENDEKSININ_BIST_SINAI_END.pdf
- Öztürk, M. B., Çelik, M. S. & Daştan, D. (2022). Finansal risklerin firma değeri üzerine etkileri: borsa istanbul gıda, içecek ve tütün sektöründe bir uygulama. Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15(2),419–429. <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.1075437>
- Pazarlıoğlu, M. V. & Gürler, K. Ö. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Analizi. *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 44(508). 152820004080_4.pdf (ekonomikyorumlar.com.tr)

- şahbaz, Ü. (2007). *Zaman serilerinde nedensellik analizi (Türkiye’de ekonomik büyüme ve turizm gelirleri arasındaki ilişkinin nedensellik analizi)*(Yayın No. 205932). (Yüksek Lisans Tezi-Anadolu Üniversitesi). Yüksek Öğretim Kurumu Tez Merkezi Ulusal Tez Merkezi | Anasayfa (yok.gov.tr)
- şenol, Z. & Karaca, S. S. (2017). Finansal risklerin firma değeri üzerine etkisi: BIST örneği. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 3 (1), 1-18. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/gjeb/issue/27485/287875>
- şit, A., avuřoęlu, A. & Ekři, İ. H. (2020). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Seçilmiş Bankalar Üzerine Uygulama. *Bursa Uludaę Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 39(1),1-19. Açık Eriřim@BUU: Finansal risklerin firma değeri üzerine etkisi: Seçilmiş bankalar üzerine uygulama (uludag.edu.tr)
- Topaloğlu, E. E. (2018). Finansal riskler ile firma değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi: borsa istanbul firmaları üzerine bir uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 5(2), 287-301. Doi: 10.30798/makuiibf.412559
- Yaman, S., Korkmaz, T. & Açıkęöz, E. (2017). Pay getirilerine etki eden finansal oranların panel veri analiz yöntemi ile tespiti: BIST gıda firmaları üzerine bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 10(4), 187-204. Doi: 10.25287/ohuiibf.295748
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018). *İleri panel veri analizi*, Beta Yayıncılık.