

Araştırma Makalesi / Research Article

FİNANSAL GEVŞEKLİK TÜRLERİNİN FİRMA PERFORMANSINA VE HİSSE SENEDİNE OLAN ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Cansu ÇİLİNGİR KARA¹ , Sibel YILMAZ TÜRKMEN² 

ÖZET

Bu çalışmada, finansal gevşeklik türlerinin, finansal performansa ve hisse senedi fiyatına olan etkisi araştırılmıştır. Bu doğrultuda, 2013-2021 yılları arasında, BİST 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren firmaların verileri incelenmiştir. Analizde kullanılacak bağımsız değişkenler; en çok kullanılan finansal gevşeklik türleri olan; mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşekliktir. Analizde kullanılacak bağımlı değişkenler ise; aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin Q oranı, piyasa değeri-defter değeri oranı ve hisse senedi fiyatıdır. Uygulamada, ilgili yıllara ait verilere panel veri analiz yönetimi uygulanmıştır. İlgili analizin yapılmasında, Stata 14 paket programı kullanılmıştır. Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, Türkçe yayın olarak bir adet doktora tezi bulunduğu ve mevcut literatürün yurt dışı yayınlar ağırlıklı olduğu, ayrıca literatürdeki çalışmalarda analize finansal performans ölçümlerinin katıldığı, fakat hisse senedi fiyatlarının dahil edilmediği görülmüştür. Bu doğrultuda hem BİST30 Endeksi üzerinde analiz yapılmış hem de analize firmalara ait hisse senedi fiyatları dahil edilmiştir. Yapılan panel veri analizi sonucunda, finansal gevşeklik türlerinin bilanço temelli finansal oranları anlamlı olarak etkilediği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal Performans, Finansal Gevşeklik, Panel Veri Analizi

JEL Sınıflandırması: C22, C23, G17

INVESTIGATION ON THE EFFECT OF TYPES OF FINANCIAL SLACKS ON FIRM PERFORMANCE AND STOCKS

ABSTRACT

In this study, the effects of financial slack types on financial performance and stock price were investigated. In this regard, data of companies operating in the BIST 30 Index between 2013 and 2021 were examined. Independent variables to be used in the analysis; The most commonly used types of financial laxity are; current slack, recoverable slack and potential slack. The dependent variables to be used in the analysis are; return on assets, return on equity, Tobin Q ratio, market value-book value ratio and stock price. In practice, panel data analysis management was applied to the data for the relevant years. Stata 14 package program was used to perform the relevant analysis. When the studies in the literature were examined, it was seen that there was one doctoral thesis published in Turkish and the existing literature was predominantly foreign publications, and in the studies in the literature, financial

* Bu çalışma, Prof. Dr. Sibel Yılmaz Türkmen danışmanlığında, Cansu Çilingir Kara'nın "Finansal Gevşekliğin Firma Performansına ve Hisse Senedine Etkisi" adlı doktora tezinden üretilmiştir. İlgili tezin, 2024 yılı içerisinde Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde sunulması beklenilmektedir.

¹ Arş. Gör., İstanbul Beykent Üniversitesi, İİBF, İstanbul, Türkiye, cansukara@beykent.edu.tr

² Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İstanbul, Türkiye, sibelyilmaz@marmara.edu.tr

performance measurements were included in the analysis, but stock prices were not included. In this regard, both the BIST30 Index was analyzed and the stock prices of the companies were included in the analysis. As a result of the panel data analysis, it was seen that financial slack types significantly affected balance sheet-based financial ratios.

Keywords: Financial Performance, Financial Slack, Panel Data Analysis

JEL Classification Codes: C22, C23, G17

EXTENDED SUMMARY

Research Questions & Purpose

In the study, the impact of financial slack types on firm performance and stocks was examined using the panel data analysis method. The purpose of the analysis is to find the direction of the effect of financial slack types on firm performance and stock. Since financial slack is defined as the difference between the firm's total resources and its required payments, it means excess resource stock for the firm. Financial slack also means liquid assets that enable the firm to continue its operations. Therefore, financial slack expresses the working capital of the company and its ability to create external resources. It will be examined whether the effect of this excess resource stock on firm performance is positive or negative. Unlike other studies, the scope of the analysis was expanded by including the stock price in the analysis.

Literature Review

In the literature research, Web Of Science (WOS) database was used. It has been observed that the sources reached are generally abroad. It appears that there is only one doctoral thesis in Turkish. In this direction; The analysis is expected to contribute to Turkish literature. In related studies, it has been observed that panel data analysis method and multiple linear regression method are used in the effect of financial slack on firm performance. Studies have generally concluded that the effect of financial slack on firm performance is curvilinear (inverted U). What is meant here is; the effect of financial slack on firm performance is positive when financial slack is at a certain level, and negative after it exceeds that level. When the studies in the literature are examined, it is seen that the effects of different types of slack on financial performance are different. While some types of slack affect financial performance positively, some types of slack affect it negatively. When the studies in the literature are examined; Bourgeois & Singh (1983), Tan & Peng (2003), Voss et al. (2008), Ju & Zhao (2009), Chiu & Liaw (2009) and Lee (2012) also concluded in their studies that different types of slack affect financial performance differently. In addition to types of financial slack, our study also included stock price in the analysis. Because financial slack is expected to affect not only firm performance but also stocks.

Methodology

The method applied in the analysis is the panel data analysis method. The relevant analysis was made with the Stata 13 package program. 26 BIST30 companies operating between 2013 and 2021 were included in the analysis. The data used in the analysis was accessed from <http://www.finnet.com.tr> and <http://www.investing.com.tr>. Before proceeding with the analysis, basic statistical information about the data in the analysis will be included. Then panel

data analysis will be applied. When applying panel data analysis, respectively; stationarity test, Breusch Pagon / LM test (model selection), Hausman test (model selection), multicollinearity problem, autocorrelation, heteroscedasticity and cross-sectional dependence tests will be performed.

Results and Conclusion

The study concluded that different types of slack have different effects on financial performance. Significant and valid results were obtained for return on assets (ROA) and return on equity (ROE), which are balance sheet-based ratios, regarding the effect of financial slack types on financial performance. While the available slack affects return on assets (ROA) and return on equity (ROE) positively; recoverable slack and potential slack negatively impact return on assets (ROA) and return on equity (ROE). Insignificant and invalid results were obtained for market-based ratios on the effect of financial slack types on firm performance. It was concluded that the types of financial slack do not have any effect on the market-based ratios Tobin's Q, stock price and price-to-book ratio. The scope of the analysis can be expanded by including different stock market performance measurements such as price-earnings ratio, earnings per share or companies' corporate performance measures in the study.

1. Giriş

Firmaların varlıklarına devam edebilmesi için değişen koşullara hızlı bir şekilde adapte olabilmeleri gerekmektedir. Bunun için de firma faaliyetlerinin sürdürülebilir olması önem arz etmektedir. Firmalar faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Firma faaliyetlerinin aksamadan devam edebilmesi için çalışma sermayesi kalemi önemli bir unsur olarak firmaların karşısına çıkmaktadır. Ayrıca firmanın faaliyetlerini güvenle sürdürebilmesi için, sahip olduğu kaynakları iyi bir şekilde yönetebilme ihtiyacı doğmaktadır. Firmaya ait kaynakların istenilen bir düzeyde olması hususu oldukça önemlidir. Çünkü yeterli düzeyde bir kaynak, firmanın faaliyetlerinin verimli olmasına yardım ettiği gibi değişen çevre koşullarına adapte olunmasında tampon vazifesi görecektir. Değişen çevre koşullarında karşılaşılabilecek bir fırsat veya tehdit durumunda, firma kaynaklarını gerekli alana yönlendirerek kullanabilecektir. Finansal gevşeklik, firmanın elinde bulundurduğu kaynaklar ile firmanın yapması gereken ödemeler arasındaki fark olarak tanımlandığından (Cyert & March, 1963) firmalar için oldukça önemli bir konumda bulunmaktadır. Bu doğrultuda; finansal gevşeklik, firmanın elinde ihtiyacından daha fazla kaynak bulundurması anlamına gelmektedir. Finansal gevşeklik, aynı zamanda firmanın yüksek likit varlıklara sahip olması ve finansman elde edebilme kabiliyeti anlamına da (Smith & Kim, 1994) gelmektedir. Dolayısı ile finansal gevşeklik kavramı, firmalar için hem çalışma sermayesini hem de gereğinden fazla kaynak bulundurarak borçlanabilme yeteneğini ifade etmektedir. Finansal gevşekliğin, firma performansını etkilemesi konusunda literatürdeki araştırmacılar ikiye bölünmüş durumdadır. Bazı araştırmacılar, finansal gevşekliğin firma performansını olumlu yönde etkilediğini belirtirken diğer araştırmacılar olumsuz yönde etkilediğini ifade etmektedir. Dolayısı ile bazı finansal gevşeklik türlerinin firma performansını olumlu yönde etkilediği bazı finansal gevşeklik türlerinin olumsuz yönde etkilediği söylenebilir. Ayrıca literatürde yapılan birçok çalışmada, finansal gevşekliğin firma performansını eğrisel yönde etkilediği bulgusuna varılmıştır.

Finansal gevşekliğin, firma performansını olumlu yönde etkilediğini savunan kaynak bağımlılığı ve kaynak temelli teorisyenlerinin görüşüne göre; finansal gevşeklik firmanın belirsizlik anında kullanımını onaylayacağı bir finansal fon vazifesi görmektedir. Finansal gevşeklik, yenilikçi projelerin gerçekleşmesini sağlayacaktır. Çünkü finansal gevşekliğin varlığı deney kültürü geliştirerek projelerin başarısız olabileme ihtimallerine karşı tampon görevi görmektedir. Ayrıca firmaların yeni ürün tanıtırken veya pazarlarken yeni stratejiler deneyebilmesine olanak tanımaktadır. Finansal gevşeklik unsuru, yüksek potansiyelli projelerin takibine imkan sağlayarak firmanın yeni alanlara girebilmesine yardımcı olmaktadır (Nohria & Gulati, 1996: 1247).

Finansal gevşekliğin, firma performansını olumsuz yönde etkilediğini savunan Vekalet Teorisi ve X-Etkinlik teorisyenlerinin görüşüne göre; finansal gevşeklik yanlış kaynak tahsisine ve temsil sorunlarına neden olabilmektedir. Yöneticiler hissedarlarına fon dağıtmak yerine, bugünkü değeri negatif olan projelere yatırım yapabileme eğilimine neden olabilmektedir. Yöneticilerin kendilerine hizmet eden harcamaları en üst düzeye çıkararak, sorumsuz ve pervasız davranmalarına yol açmaktadır (Gruener & Raastad, 2018: 2).

Literatürde birçok farklı gevşeklik türü yer almaktadır. Bunlar; mevcudiyet düzeyine göre, emilim düzeyine göre, dağıtım düzeyine göre, takdir düzeyine göre, kaynak kullanılabilirliği ve kaynak türüne göre 6 ana grupta toplanmıştır. Çalışmada kullanılacak gevşeklik türleri, mevcudiyet düzeyine göre sınıflandırılan gevşeklik türleridir. Mevcudiyet düzeyine göre sınıflandırılan gevşeklik türleri, literatürde en çok kullanılan gevşeklik türleridir. Mevcudiyet düzeyine göre gevşeklik türleri; mevcut gevşeklik (available slack), potansiyel gevşeklik (potential slack) ve geri kazanılabilir gevşeklik (recoverable slack) olmak üzere 3'e ayrılmaktadır (Bourgeois & Singh, 1983: 43).

Mevcut gevşeklik, firmanın harcamalarına bağlı olmayan ve bu sebepten firmada hazır bulunan ilave kaynaklar anlamına gelmektedir. İlgili gevşeklik türü, firma yöneticilerine en fazla esnekliği veren gevşeklik türüdür. Nakit, menkul kıymetler gibi kaynakları ifade etmektedir. Finansal gevşeklik literatüründe yazılan birçok ampirik çalışmaya bakıldığında, mevcut gevşeklik türü için cari oranın kullanıldığı görülmektedir (Lee, 2012: 8).

Geri kazanılabilir gevşeklik, mevcut bir faaliyette kullanılmış, fakat kolaylıkla başka faaliyetlerde (alacaklar, stoklar, menkul kıymetler vb.) yeniden kullanılabilen finansal kaynaklardır (Rafailov, 2017: 2).

Potansiyel gevşeklik, firmanın dış kaynak yaratabilme gücü olarak tanımlanmaktadır. Potansiyel gevşekliğin hesaplanmasında, birçok ampirik çalışmada kaldıraç oranının kullanıldığı görülmüştür (Gruener & Raastad, 2018: 7).

Çalışmamızda, finansal gevşeklik türleri ile firma performansı arasındaki ilişki incelenecek olup, ayrıca ilişkiye hisse senedi fiyatları üzerinden de bakılacaktır. Çünkü finansal gevşeklik türlerinin yalnızca firma performansına değil, hisse senedi fiyatlarına da etki ettiği düşünülmektedir. Firmanın, finansal gevşeklik unsurlarını verimli bir şekilde yönetebilmesinin firma verimliliğini artırması; akabinde finansal performansı olumlu bir şekilde etkilemesi beklenilmektedir. Finansal performansını olumlu anlamda koruyabilen firmaların, hisse senedi fiyatlarının da bundan olumlu yönde etkilenmesi beklenmektedir. Çünkü hisse senedi fiyatları, genel ekonomik ve siyasi ortama olduğu kadar firmaların mali durumuna da oldukça duyarlıdır.

2. Literatür Taraması

İlgili literatür incelendiğinde, finansal gevşeklik konusunda yurt dışı kaynaklı makalelerin mevcut olduğu görülmüştür. Finansal gevşekliğin, firma performansına olan etkisinin incelendiği yalnızca bir adet Türkçe doktora tezi bulunmaktadır. Bu doğrultuda, makalenin Türk literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Mevcut makale, finansal gevşekliğin, firma performansına etkisinin ölçülmesinde hisse senedi fiyatını ilave eden ilk çalışmadır. Bir firmanın finansal performans göstergelerinin iyiye gitmesinin hisse senedi fiyatını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Bu doğrultuda, finansal gevşekliğin yalnızca firma performansına değil, aynı zamanda hisse senedi fiyatlarına da etki edeceği düşünülmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda; finansal gevşeklik türlerinin, firma performansına olan etkisi genellikle regresyon veya panel veri analizi yöntemi ile ölçülmüştür. Yapılan analizler sonucunda bu etkinin, genellikle ters U şeklinde eğrisel olduğu görülmektedir. Burada ifade edilen; finansal gevşekliğin firma performansını belirli bir miktarda olumlu olarak etkilediği, fakat belli bir miktarın üzerine çıktıktan sonra olumsuz olarak etkilediğidir. Bu nedenle bazı çalışmalarda finansal gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi bulunurken, bazı çalışmalarda olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yapılan analizlerde kullanılan gevşeklik türleri ve finansal performans ölçütleri değiştikçe uygulama sonuçlarının farklılık göstermesi muhtemel olacaktır. Finansal gevşeklik konusunda yapılan mevcut literatür özeti aşağıda verilmiştir:

Bourgeois & Singh (1983), çalışmalarında gevşeklik kavramını organizasyonel gevşeklik adı ile tanımlayarak mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik, potansiyel gevşeklik olarak üç ana kategoride toplamıştır. Çalışma, bu ana kategorilerin formülasyonlarını veren ilk çalışmadır. Ayrıca çalışma, gevşekliğin üst yönetim grubu ve politik davranışlara olan etkisini de incelemiştir. Analizde kullanılan veriler, Kuzeybatı Pasifik'teki 24 kuruluştan alınarak oluşturulmuştur. Analiz sonucunda, artan geri kazanılabilir gevşeklik ile politik davranışlar arasında negatif; artan potansiyel gevşeklik ile politik davranışlar arasında pozitif ilişkiye rastlanırken mevcut gevşeklik ile politik davranışlar arasında ilişkiye rastlanmamıştır. Çalışma sonucunda, farklı ana kategoride gevşeklik türlerinin, politik davranışlarla farklı ampirik ilişkiye sahip olduğu görülmüştür.

Nohria & Gulati (1996), çalışmalarında inovasyon ve organizasyonel gevşeklik arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemi ile incelemiştir. Veriler biri Avrupalı, biri Japon çok uluslu firma olmak üzere, ilgili firmaların 264 departmanına sorulan anket bilgileri ile elde edilmiştir. Analiz sonucunda, inovasyon ile organizasyonel gevşeklik arasında ters U şeklinde ilişki olduğu görülmüştür. Organizasyonel gevşekliğin düşük olmasının, firmanın risk almasını azaltarak yenileşmeyi azalttığı, yüksek organizasyonel gevşekliğin ise firmanın kayıtsızlığını arttırarak birçok projeye yönelmesi ve akabinde disiplin eksikliğine neden olduğu ifade edilmiştir. Asıl sorulması gereken sorunun, gevşekliğin iyi ya da kötü değil, hangi düzeyde ideal olduğunun cevaplanması olduğu ifade edilmiştir.

Geiger & Cashen (2002), çalışmalarında Nohria & Gulati (1996)'nin çalışmalarına benzer olarak inovasyon ile organizasyonel gevşeklik arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon analizi yöntemi ile incelemiştir. İlgili analiz 228 firma verisi üzerinde, mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve inovasyon (Ar-Ge yatırımları yoğunluğu) ile yapılmıştır. Analiz sonucunda, mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türü ile inovasyon arasında ters U şeklinde ilişki olduğu, potansiyel gevşeklik arttıkça inovasyonun arttığı görülmektedir.

Çalışma sonucunda gevşekliğin belirli bir düzeyde olmasının firma açısından olumlu etki yarattığı, bu nedenle yöneticilerin risk durumlarında orta düzeyde bir gevşekliği güvence altında tutmaları gerektiği ve eğer gevşeklik miktarı çoksa, firmanın kazançlarını temettü olarak dağıtmasının uygun olacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Tan & Peng (2003), çalışmalarında 1991-1992 yıllarında Çin’de faaliyet gösteren elektronik şirketlerindeki 30 kit yöneticisi ile yapılan görüşmeler sonucunda anket geliştirilmiştir. Çalışma anket görüşmelerinin yanı sıra emilmiş ve emilmemiş gevşekliğin firma performansına olan etkisi incelenmiştir. Her iki sonuca göre, emilmemiş finansal gevşekliğin, firma karlılığı üzerinde olumlu etkisi olduğu, emilmemiş gevşekliğin firma karlılığı üzerinde olumsuz etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, gevşeklik ile firma performansı arasındaki eğrisel ilişkiyi tespit edebilmek için Z skoru oluşturulmuştur. Sonuçtan hareketle, gevşekliğin belirli bir aralıkta rekabet avantajı sağladığı, bu noktanın öncesinde ve bu noktayı aştıktan sonra fayda sağlamadığı, firma performansı ile gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Voss vd. (2008), çalışmalarında farklı finansal gevşeklik türlerine yer vermiştir. Finansal gevşeklik türleri olan; müşteri ilişkileri gevşekliği, operasyonel gevşeklik, insan kaynakları gevşekliği, finansal gevşeklik ile ürün kullanımı ve ürün keşfi arasındaki ilişkiyi regresyon yöntemi ile analiz etmişlerdir. İlgili analiz, 214 tiyatro kuruluşunun 2003 mali yılı dönemini içermektedir. Analiz sonucunda, farklı finansal gevşeklik türleri ile ürün keşfi ve ürün kullanımı arasındaki ilişkinin farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ju & Zhao (2009), çalışmalarında 1998-2002 yılları arasında imalat endüstrisinde faaliyet gösteren 60.945 firmadan elde edilen bilgiler üzerinde emilmiş gevşeklik ve emilmemiş gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada yer alan firmalar, devlete ait işletmeler, yabancı sermayeli işletmeler ve özel sektör işletmeleri olarak üç grupta ele alınmıştır ve regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda, özel sektör işletmelerine ait organizasyonel gevşekliğin firma performansına olan etkisinin, devlet ve yabancı sermayeli işletmelere göre daha güçlü olduğu görülmüştür. Firma performansı ile emilmemiş gevşeklik arasında pozitif, firma performansı ile emilmiş gevşeklik arasında negatif ilişki olduğu görülmüştür.

Chiu & Liaw (2009), çalışmalarında Tayvan’da 1997-2005 yılları arasında faaliyet gösteren borsada işlem gören elektronik ve bilgi teknoloji şirketlerine ait dört gevşeklik türü ile işletme bilgileri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda farklı gevşeklik türleri ile finansal performans arasında farklı yönde ilişkiler olduğu, dikey entegrasyonun geri kazanılabilir gevşeklik üzerinde ılımlı etkisi olduğu ürün çeşitlendirme stratejisinin mevcut gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik üzerinde negatif etkisi olduğu, Ar-Ge yoğunluğunun potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik üzerinde ılımlı etkisi olduğu, firma performansı ile finansal gevşeklik arasında ters U şeklinde ilişki olduğu görülmüştür.

Lee (2012), yapmış olduğu çalışmada Amerika ve İngiltere’de 1990-2008 yıllarını içeren seçili firmalardaki finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi, dinamik panel veri analizi kullanarak ölçmüşlerdir. Analize, Amerika ve İngiltere’den toplam 2132 firma dahil edilmiştir. Analiz sonucunda, finansal gevşeklik ve finansal performans arasındaki ilişkinin Amerika’daki firmalarda negatif, İngiltere’deki firmalarda pozitif olduğu görülmüştür.

Rafailov (2017), yapmış olduğu çalışmada finansal gevşekliğin büyük ve küçük ölçekli Bulgar firmaların performansına olan etkisini 2003-2016 yılları arasında 83 firma için ölçmüştür. Uygulamada, panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Gevşeklik türleri olarak, mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik verileri seçilmiştir. Finansal performans göstergesi olarak varlık karlılığı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda, finansal gevşekliğin, özellikle küçük ölçekli firmaların performansında olumlu etkisi olduğu görülmüştür.

Gruener & Raastad (2018), yapmış oldukları çalışmada kriz döneminde finansal gevşekliğin performansa olan etkisini heteroskedastik regresyon analizi ile incelemişlerdir. Analiz, Almanya'daki seçili 322 firmanın 2004-2007 dönemindeki verilerini kapsamaktadır. Gevşeklik türleri olarak, emilen gevşeklik, mevcut gevşeklik ve potansiyel gevşeklik verileri seçilmiştir. Analiz neticesinde, kriz öncesi dönemdeki yüksek finansal gevşekliğin, firma performansını olumsuz olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Şahin (2020), yapmış olduğu çalışmada finansal gevşeklik türlerinin firma performansına olan etkisini, kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönem olmak üzere incelemiştir. Uygulamada, panel veri analiz yöntemi olan FGLS modeli kullanılmıştır. İlgili analiz, 2005-2014 yıllarına ait 110 adet BİST Sınai şirketlerini kapsamaktadır. Analiz sonucunda, tüm dönemlerde firma performansı ile finansal gevşeklik türleri arasında ters U şeklinde ilişki olduğu görülmüştür.

Liang vd. (2023), çalışmalarında 1176 adet Amerika Birleşik Devletleri firmasına yönelik oluşturduğu çalışmada, finansal gevşeklik ve talep belirsizliğinin firmanın operasyonel verimliliği üzerindeki etkisini 2000-2021 yılları arasında regresyon analizi yaparak incelemişlerdir. Analiz sonucunda talep belirsizliğinin, firma verimliliğini olumsuz olarak etkilediği bulunmuştur. Finansal gevşekliği daha fazla olan firmalar için ilgili durumun daha da belirgin olduğu, finansal gevşekliğin firma açısından riski artırıcı bir unsur olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3. Metodoloji

Analizde, finansal gevşekliğin firma performansına ve hisse senedi fiyatına olan etkisi, panel veri analizi yöntemi ile incelenecektir. Finansal gevşeklik, firmaların potansiyel olarak kullanılabilir kaynaklarını ifade ettiğinden Bourgeois (1981), firma performansını etkilemede önemli rol oynamaktadır. Analizin yapılmasının amacı, finansal gevşekliğin firma performansına ve hisse senedi getirisine etkisinin hangi yönde olduğunun bulunmasıdır. Panel veri analizi yönteminin seçilmesinin nedeni, panel veri analizinin yatay kesit ve zaman serilerini birleştirerek çok sayıda veri üzerinde çalışma imkanı vermesidir.

Panel veriler, “bireylerin zaman serisi gözlemlerini içeren verileri” anlamına geldiğinden panel verilerde yer alan gözlemler en az iki boyuttan oluşmaktadır. Bu boyutlar kesitsel boyut (i alt simgesi) ve zaman serisi boyutudur (t alt simgesi). Panel veri analizi çalışmalarının, veri kullanılabilirliği bakımından ve tek bir kesit ve tek bir zaman serisinden daha fazla veriye sahip olabilmek avantajı nedeni ile son yıllarda kullanımının arttığı görülmektedir (Hsiao, 2007: 1-2).

Panel veri analizi yapılırken, bağımsız değişken finansal gevşeklik türleri; bağımlı değişken, firma performans göstergeleri ve hisse senedi fiyatı olacaktır. Analizde kullanılacak formüllerin seçiminde Gruener (2018) ve Guo vd. (2020) çalışmalarından yararlanılmıştır. Analizde kullanılacak ana hipotez ile bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri sırası ile aşağıda yer almaktadır:

Ana Hipotez:

H_0 = Finansal gevşekliğin firma performansı ve hisse senedi üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_1 = Finansal gevşekliğin firma performansı ve hisse senedi üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Finansal Gevşeklik Türlerini Ölçmek İçin Kullanılan Oranlar (Bağımsız Değişkenler):

1.Mevcut Gevşeklik (MG)

Cari Oran= Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

2.Geri Kazanılabılır Gevşeklik (GKG)

Satış, Genel ve Yönetim Harcamalarının Satışlara Oranı= Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar

3.Potansiyel Gevşeklik (PG)

Borç-Özkaynak Oranı=Toplam Borçlar/Öz Kaynaklar

Finansal Performans Göstergeleri (Bağımlı Değişkenler):

1.Aktif Karlılığı (ROA)

Net Kar/Toplam Varlıklar

2.Özkaynak Karlılığı (ROE)

Net Kar/Özkaynak

3.Tobin Q Oranı (TQ)

(Toplam Borçlar + Özkaynağın Piyasa Değeri) /Toplam Varlıklar

4.Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PDDD)

Hisse Başı Piyasa Fiyatı / Hisse Başı Defter Değeri

5.Hisse Senedi Fiyatı (HSF)

P_t

Kontrol Değişkenleri:

1.Firma Büyüklüğü (TV)

Toplam varlıkların doğal logaritması

2.Firma Yaşı (FY)

Firma yaşının doğal logaritması

Panel veri analizi, yatay kesit sayısının (N), analizde kullanılacak dönem sayısından (T) daha yüksek olduğu durumda uygulanılmaktadır. Analizde kullanılacak model, aşağıda yer alan denklem yardımı ile gösterilmektedir (Deaton, 1985: 112):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it} + \beta_4 X_{it} + \varepsilon_{it} + a \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde;

Y: Bağımlı değişkenler

X_k : Bağımsız değişkenler

β : Eğim parametreleri

ε : Hata terimleri

a: Sabit parametreyi

i : Alt indisi, birimleri(firma, ülke, şehir vb.)

t: Alt indisi, zamanı (ay, yıl vb.) temsil etmektedir.

4. Veri Seti ve Uygulama

Uygulamada, finansal gevşeklik türlerinin finansal performansa ve hisse senedi fiyatına olan etkisi, panel veri analizi yöntemi ile incelenecektir. Analiz 2013-2021 yılları arasında faaliyet gösteren BİST30 verilerinden hareketle oluşturulacaktır. BİST30 firmalarından 26 firma üzerine analiz gerçekleştirilecektir. Bunun sebebi; BİST30 firmalarında yer alan 4 firmanın banka olmasıdır. İlgili analizde kullanılacak oranlara, bankaların finansal tablolarından ulaşılamamaktadır. Bu nedenle, analizde ilgili bankalar yer almayacaktır. Uygulamada, 2340 adet BİST30 verisine yer verilecektir. Analizde kullanılan paket program Stata 14 paket programıdır. Analizde kullanılan veriler <http://www.finnnet.com.tr> ve <http://www.investing.com.tr> sitelerinden alınarak oluşturulmuştur. Analizde kullanılan bağımlı, bağımsız değişken ve kontrol değişkenlerinin kısaltmaları ve açıklamaları Tablo 1’de gösterilmektedir:

Tablo 1: Analizde Yer Alan Değişkenlerin Gösterimi

Değişkenin Türü	Değişkenin Kısaltması	Değişkene Ait Açıklama	Formül
Bağımlı Değişken	ROA (Return on Assets)	Aktif Karlılık	Net Kar/Toplam Varlıklar
Bağımlı Değişken	ROE (Return on Equity)	Özkaynak Karlılığı	Net Kar/Özkaynak
Bağımlı Değişken	TQ (Tobin’s Q)	Tobin Q Oranı	(Toplam Borçlar + Özkaynakların Piyasa Değeri)/ Toplam Varlıklar
Bağımlı Değişken	HSF	Hisse senedi fiyatlarının doğal logaritması	Log (HSF)
Bağımlı Değişken	PDDD	Piyasa Değeri Defter Değeri	Piyasa Değeri/ Defter Değeri
Kontrol Değişkeni	TV	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	Log (TV)
Kontrol Değişkeni	FY	Firma yaşının doğal logaritması	Log (FY)
Bağımsız Değişken	PG	Potansiyel Gevşeklik	Toplam Borçlar/Özkaynaklar
Bağımsız Değişken	MG	Mevcut Gevşeklik	Dönen Varlıklar/KVYK
Bağımsız Değişken	GKG	Geri Kazanılabilir Gevşeklik	Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar

4.1. BİST30 Analiz Bulguları

BİST30 firmalarına ait tanımlayıcı istatistik bilgileri ve panel veri analizi bulguları aşağıda verilen tablolar vasıtasıyla açıklanacaktır.

Tablo 2: BİST30'a Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Çarpıklık	Basıklık	Gözlem Sayısı
ROA	7,492	6,906	0,78575	4,451	234
ROE	18,806	17,624	-0,18440	7,028	234
TQ	349,283	452,658	3,405	18,510	234
HSF	0,87968	0,63732	-0,62217	4,036	234
FY	1,647	0,20891	-0,41758	1,996	234
PDDD	2,371	2,684	4,539	33,666	234
TV	7,145	0,64235	-0,04057	4,019	234
PG	185,423	138,238	1,584	7,716	234
MG	2,158	2,710	3,293	13,674	234
GKG	1,056	0,08763	3,047	12,677	234

Tablo 2'de yer alan BİST30 verileri toplam 2340 adet gözlemden oluşmaktadır. Basıklık değerlerine bakıldığında; pozitif değerlerden oluştuğu görülmektedir. Bu, BİST30 verilerine ait değişkenlerin normal dağılımdan daha dik bir dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Çarpıklık değerleri hem pozitif hem de negatif olarak gerçekleşmiştir. Bundan hareketle modelde yer alan küçük değerlerin veya büyük değerlerin fazlalığı değişkenlere göre farklılık göstermektedir. Pozitif çarpıklık değerlerine sahip olan değişkenlerde küçük değerler büyük değerlerden daha fazla iken, negatif çarpıklık değerleri için tam tersi durum geçerli olmaktadır.

Tablo 3: Çoklu Doğrusal Bağlantı Sonucu

Değişkenler	MG	PG	GKG	TV	FY
MG	1,000				
PG	-0,447	1,00			
GKG	0,055	-0,037	1,000		
TV	-0,284	0,19	0,367	1,000	
FY	-0,000	-0,252	-0,130	0,063	1,000

Tablo 3'te bağımsız değişkenler ile kontrol değişkenler arasında %80 ve üzeri oransal ilişkiler, çoklu doğrusal bağlantı problemine işaret etmektedir. Eğer bu ilişki çok yüksek bir oranda ise bu problemi çözmek gerekmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı problemini çözmek için geliştirilen testlerden biri Woldridge (2010) testidir. Tablo 3'te uygulanan Woldridge testi sonucunda, modelde çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı görülmektedir.

Tablo 4: Birim Kök Testi Sonucu

Değişkenler		İstatistik	Olasılık Değerleri	
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-15,889	
		Adjusted.*	-9,550	0,000
ROA	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	0,088	0,535
		Adjusted.*	0,072	0,528
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-7,171	
		Adjusted.*	-1,271	0,101
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-17,530	
		Adjusted.*	-10,690	0,000
ROE	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	1,182	0,881
		Adjusted.*	1,113	0,867
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-7,059	
		Adjusted.*	-1,141	0,126
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-72,982	
		Adjusted.*	-51,627	-51,627
TQ	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-5,082	0,000
		Adjusted.*	-4,896	0,000
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-50,725	
		Adjusted.*	-11,576	0,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-16,374	
		Adjusted.*	-9,408	0,000
HSF	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	7,482	1,000
		Adjusted.*	7,120	1,000
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	1,396	
		Adjusted.*	4,218	1,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-26,746	
		Adjusted.*	-11,944	0,000
FY	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	17,942	1,000
		Adjusted.*	17,104	1,000
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-11,942	
		Adjusted.*	-12,193	0,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-18,033	
		Adjusted.*	-11,798	0,000
PDDD	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-4,792	0,000
		Adjusted.*	-4,578	0,000

Tablo 4 devam

	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-9,197	
		Adjusted.*	-6,197	0,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-9,420	
		Adjusted.*	-5,010	0,000
TV	Sabitsiz	Unadjusted t.	10,687	1,000
		Adjusted.*	10,185	1,000
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	5,551	
		Adjusted.*	8,338	1,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-8,858	
		Adjusted.*	-3,457	0,000
PG	Sabitsiz	Unadjusted t.	3,113	0,999
		Adjusted.*	2,957	0,998
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-2,990	
		Adjusted.*	2,154	0,984
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-19,512	
		Adjusted.*	-13,200	0,000
MG	Sabitsiz	Unadjusted t.	-0,961	0,168
		Adjusted.*	-0,920	0,178
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-14,411	
		Adjusted.*	-11,674	0,000
	<i>Sabitli Trendli</i>	Unadjusted t.	-17,309	
		Adjusted.*	-10,892	0,000
GKG	Sabitsiz	Unadjusted t.	-1,706	0,044
		Adjusted.*	-1,626	0,051
	<i>Sabitli</i>	Unadjusted t.	-8,808	
		Adjusted.*	-5,684	0,000

Seriye ait verilerin durağan olup olmadığını testi, birim kök testi ile ölçülmüştür. Birim kök testi sonucunda, olasılık değerlerinin %5'ten küçük olması istenilmektedir. Uygulanan Levin-Lin-Chu (2002) birim kök testi sonucunda elde edilen sabitli trendli, sabitsiz, sabitli birim kök testlerinden, en az biri %5'ten küçükse verilerin durağan olduğu, birim kök içermediği yorumu yapılabilmektedir. Tablo 4'te yer alan verilerden hareketle; sırasıyla modelde kullanılan tüm değişkenlerin sabitli trendli birim kök test sonuçlarının, %5'ten küçük olduğu görülmektedir. Ayrıca; TQ sabitsiz ve sabitli, FY sabitli, MG ve GKG sabitli birim kök testlerinin sonucu da %5'ten küçüktür ve durağanlık şartını sağlamaktadır.

Tablo 5: BP LM Testi Sonucu

	Var	sd = sqrt(Var)
ROA	47,701	6,906
e	15,387	3,922
u	16,236	4,029
Olasılık Değeri > chibar2 = 0,0000		
	Var	sd = sqrt(Var)
ROE	310,613	17,624
e	138,998	11,789
u	120,248	10,965
Olasılık Değeri > chibar2 = 0,0000		
	Var	sd = sqrt(Var)
TQ	204899,5	452,658
e	55949,63	236,536
u	126239,3	355,301
Olasılık Değeri > chibar2 = 0,0000		
	Var	sd = sqrt(Var)
HSF	2,153	1,467
e	0,187	0,432
u	1,089	1,043
Olasılık Değeri > chibar2 = 0,0000		
	Var	sd = sqrt(Var)
PDDD	7,207	2,684
e	4,020	2,005
u	2,655	1,629
Olasılık Değeri > chibar2 = 0,000		

Tablo 5'te analizde yer alan bağımlı değişkenlerin BP LM testi sonuçlarına ait olasılık değerleri 0,05'ten küçük olarak gerçekleşmiştir. Tüm bağımlı değişkenlerin olasılık değerleri 0,00'dır. Bu durumda, H_0 reddedilerek, H_1 kabul edilmektedir. Kullanılacak model, havuzlanmış model ve rassal etkiler modeli arasından, rassal etkiler modeli olarak seçilecektir.

Analizde kullanılacak modelin seçiminde, yapılan testlerden bir diğeri ise; Hausman testidir. Hausman testine göre, olasılık değerleri %5'ten küçükse, reddedilerek, kabul edilir. Bu durumda; kullanılacak model rassal etkiler ve sabit etkiler arasından, sabit etkiler modeli seçilecektir.

Tablo 6: Hausman Testi Sonucu

ROA	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
PG	-0,024	-0,021	-0,002	0,001
MG	1,185	1,021	0,163	0,290
GKG	-43,916	-36,870	-7,045	7,024
TV	2,690	1,771	0,919	0,501
FY	-3,836	-1,751	-2,085	5,318
Olasılık Değeri >chi2 = 0,000				
ROE	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
PG	-0,087	-0,071	-0,015	0,002
MG	2,526	0,796	1,730	0,885
GKG	-139,123	-103,251	-35,871	21,387
TV	11,183	6,672	4,510	1,508
FY	-24,743	-4,966	-19,776	16,061
Olasılık Değeri >chi2 = 0,000				
TQ	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
PG	-0,235	-0,162	-0,072	,
MG	-39,306	-25,975	-13,330	13,700
GKG	217,277	-420,108	637,386	318,042
TV	77,911	-68,385	146,296	27,424
FY	-2325,652	-621,178	-1704,474	304,908
Olasılık Değeri >chi2 = 0,000				
HSF	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
PG	-0,000	-0,000	0,000	,
MG	0,033	0,064	-0,030	0,018
GKG	-2,891	-3,609	0,718	0,431
TV	1,101	1,042	0,059	0,044
FY	-0,931	-0,620	-0,311	0,501
Olasılık Değeri >chi2 = 0,000				
PDDD	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
PG	0,004	0,005	-0,000	0,000
MG	-0,031	-0,017	-0,014	0,161
GKG	-1,386	-4,453	3,067	3,977
TV	0,960	0,011	0,949	0,267
FY	-8,885	-0,600	-8,285	2,763
Olasılık Değeri >chi2 = 0,008				

Tablo 7: Otokorelasyon Testi Sonucu

Değişkenler	F (1, 25)	Olasılık Değeri
ROA	26,905	0,000
ROE	3,698	0,065
TQ	36,096	0,000
HSF	30,588	0,000
PDDD	0,330	0,571

Otokorelasyon testi sonucunda, ROA ve TQ olasılık değerlerinin %5'ten küçük, diğer değişkenlerin olasılık değerlerinin %5'ten büyük olduğu görülmektedir. Olasılık değerlerinin, %5'ten büyük olması seride otokorelasyon olduğuna işaret etmektedir. Verilerdeki otokorelasyon sorununun çözülebilmesi için, Driscall Kray testi uygulanacaktır.

Tablo 8: Değişen Varyans Sonucu

Değişkenler	chi2 (26)	Olasılık Değeri
ROA	4721,01	0,000
ROE	745,76	0,000
TQ	2562,48	0,000
HSF	803,72	0,000
PDDD	2,7e+05	0,000

Tablo 8'de değişen varyans testi sonucunda, tüm değişkenler için olasılık değerleri %5'ten küçük olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda; seriye ait verilerde değişen varyans problemi olduğu söylenebilmektedir. Verilerdeki, değişen varyans sorunun çözülebilmesi için, otokorelasyon probleminde olduğu gibi, Driscall Kray testi uygulanacaktır.

Tablo 9: Yatay Kesit Bağımlılığı Sonucu

Değişkenler	CD	Prob.
ROA	0,000	1,000
ROE	0,000	1,000
TQ	0,000	1,000
HSF	0,000	1,000
PDDD	0,000	1,000

Tablo 9'da yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda, tüm değişkenler için olasılık değerlerinin %5'ten büyük olduğu, 1,00 olarak gerçekleştiği görülmektedir. %5'ten büyük olan olasılık değerleri, yatay kesit bağımlılığı problemi bulunmadığını ifade etmektedir. hipotezi kabul edilerek hipotezi reddedilecektir.

Tablo 10: Driscoll Kraay Testi Sonucu

ROA	Kat Sayı (Coef.)	Drisc/Kraay Standart Hata	T Değeri	P> t	[%95 Güven Aralığı]
PG	-0,024	0,004	-5,86	0,00	-0,033 -0,015
MG	1,185	0,155	7,62	0,00	0,864 1,505
GKG	-43,916	9,224	-4,76	0,00	-62,915 -24,917
TV	2,690	0,366	7,35	0,00	1,936 3,444
FY	-3,836	1,908	-2,01	0,05	-7,768 0,094
_cons	26,144	13,524	1,93	0,06	-1,709 53,999
Olasılık Değeri> F = 0,000 R ² = 0,324					
ROE	Kat Sayı (Coef.)	Drisc/Kraay Standart Hata	T Değeri	P> t	[%95 Güven Aralığı]
PG	-0,087	0,006	-12,78	0,000	-0,101 -0,073
MG	2,526	0,696	3,63	0,001	1,092 3,961
GKG	-139,123	26,439	-5,26	0,000	1,092 3,961
TV	11,183	0,898	12,44	0,000	9,332 13,035
FY	-24,743	8,183	-3,02	0,006	-41,598 -7,887
_cons	86,368	46,018	1,88	0,072	-8,4095 181,1458
Olasılık Değeri> F = 0,000 R ² = 0,388					
TQ	Kat Sayı (Coef.)	Drisc/Kraay Standart Hata	T Değeri	P> t	[%95 Güven Aralığı]
PG	-0,235	0,151	-1,55	0,134	-0,547 0,077
MG	-39,306	20,150	-1,95	0,062	-80,807 2,194
GKG	217,277	225,215	0,96	0,344	-246,563 681,118
TV	77,911	41,024	1,90	0,069	-6,579 162,402
FY	-2325,652	151,911	-15,31	0,000	-2638,52 -2012,784
_cons	7790,645	858,755	9,07	0,000	6022,006 9559,285
Olasılık Değeri> F = 0,000 R ² = 0,278					

Tablo 10 devam

HSF	Kat Sayı (Coef.)	Drisc/Kraay Standart Hata	T Değeri	P> t	[%95 Güven Aralığı]
PG	-0,000	0,000	-1,58	0,127	-0,001 0,0001
MG	0,033	0,013	2,56	0,017	0,006 0,061
GKG	-2,891	0,244	-11,81	0,000	-3,395 -2,387
TV	1,101	0,045	24,08	0,000	1,006 1,195
FY	-0,931	0,304	-3,06	0,005	-1,558 -0,304
_cons	-9,486	0,831	-11,41	0,000	-11,198 -7,773
Olasılık Değeri> F = 0,000 R ² = 0,747					
PDDD	Kat Sayı (Coef.)	Drisc/Kraay Standart Hata	T Değeri	P> t	[%95 Güven Aralığı]
PG	0,004	0,000	5,76	0,000	0,003 0,006
MG	-0,031	0,039	-0,82	0,421	-0,112 0,048
GKG	-1,386	2,122	-0,65	0,520	-5,758 2,985
TV	0,960	0,205	4,68	0,000	0,537 1,383
FY	-8,885	1,625	-5,46	0,000	-12,234 -5,537
_cons	20,928	3,653	5,73	0,000	13,404 28,452
Olasılık Değeri> F = 0,000 R ² = 0,110					
Method: Sabit Etkiler Regresyon Maksimum Gecikme: 2					

Tablo 10'da uygulanan Driscall Kraay standart hatalar testi sonucunda; P>|t| sütununa bakıldığında anlamlı ilişkiler olduğu görülmektedir. Olasılık değerlerinin büyük çoğunluğu %5'ten küçük olarak gerçekleşmiştir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, çoğunlukla PG ve GKG bağımsız değişkenleri için negatif, MG değişkenleri için pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Potansiyel gevşeklik ve geri kazanabilir gevşeklik arttıkça ilgili bağımlı değişkenlerin azaldığı, mevcut gevşeklik arttıkça ilgili bağımlı değişkenlerin arttığı görülmektedir. Bu doğrultuda; ROA bağımlı değişkeni için; PG arttıkça %-2,4 azaldığı, MG arttıkça %118 arttığı, GKG arttıkça %43 azaldığı görülmektedir. ROE bağımlı değişkeni için, PG ve GKG arttıkça sırasıyla %-8,7 ve %-139 azaldığı, MG arttıkça %252 arttığı görülmektedir. Benzer durum diğer tüm bağımlı değişkenler için geçerli olmaktadır. HSF; PG ve GKG arttıkça %0,00 ve %2,89 azalmakta, MG arttıkça %3,3 artmaktadır. TQ ve PDDD değerleri için TQ; PG ve MG arttıkça %-23,50 ve %- 39,30 azalmakta, GKG arttıkça %217,27 artmaktadır. PDDD; MG ve

GKG arttıkça sırasıyla % -3,19 ve % -138,62 azalmakta, MG arttıkça, % 4 artmaktadır. Bu durumda tüm bağımlı değişkenlerin, bağımsız değişkenler ile ilişkisi göze alındığında, iki gevşeklik türü ile negatif ilişkili olduğu görülürken, bir gevşeklik türü ile pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Bundan hareketle; BİST30 verileri için; bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasında geçerli ilişkiler elde edilmiştir. ROA ve ROE bağımlı değişkeni için P>|t| sütunundaki olasılık değerleri %5'ten küçük olarak gerçekleşmiştir. ROA ve ROE bağımlı değişkenleri için hem geçerli hem de anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. TQ, HSF ve PDDD değişkenlerinin sonuçlarında da her ne kadar iki gevşeklik türü ile negatif, bir gevşeklik türü ile pozitif sonuçlar çıkmış olsa da, P>|t| sütunundaki olasılık değerlerinin çoğunluğu %5'ten büyük olduğu için sonuçların anlamlı olmadığı görülmüştür. Sonuçtan hareketle; finansal gevşeklik türlerinin, bilanço temelli finansal oranlar üzerinde anlamlı olduğu, piyasa temelli oranlar üzerinde anlamlı olmadığı görülmüştür. Mevcut gevşeklik arttıkça, ROA ve ROE bağımlı değişkenleri artmakta; potansiyel gevşeklik ve geri kazanabilir gevşeklik arttıkça, ROA ve ROE bağımlı değişkenleri azalmaktadır. Mevcut gevşeklik, bilanço temelli finansal oranları pozitif yönde etkilerken; potansiyel gevşeklik ve geri kazanabilir gevşeklik, bilanço temelli finansal oranları negatif yönde etkilemektedir.

5. Sonuç

2013-2021 yılları arasında faaliyet gösteren BİST30 firmalarına ait finansal gevşeklik türlerinin, finansal performansa ve hisse senedi fiyatına etkisi panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda, BİST30 firmalarına ait finansal gevşeklik türlerinin, finansal performansı anlamlı olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. BİST30 firmalarına ait gevşeklik türlerinin iki gevşeklik türü firma performansını negatif yönde etkilerken, bir gevşeklik türü firma performansını pozitif yönde etkilemektedir. İlgili analizin tüm bağımlı değişkenler için aynı sonucu elde ettiği görülmüştür. Bu anlamda, analiz sonuçları istatistiksel olarak geçerli bir sonuçtur.

BİST30 analiz sonucunda; mevcut gevşeklik türü, finansal performansı pozitif yönde etkilerken, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik türü negatif anlamda etkilemektedir. Bu sonuç, bilanço temelli finansal oranlar için geçerlidir. Mevcut gevşeklik arttıkça; ROA ve ROE değişkenlerinin arttığı, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik arttıkça, ROA ve ROE değişkenlerinin azaldığı görülmektedir. Mevcut gevşeklik, bilanço temelli rasyoları olumlu yönde etkilerken; potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik, bilanço temelli rasyoları olumsuz yönde etkilemektedir. Bilanço temelli rasyoların olasılık değerleri %5'ten küçük olarak gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, analiz sonuçları istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gevşeklik ve finansal performans arasında bilanço temelli oranlar için, hem geçerli hem de anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Piyasa temelli oranlar için elde edilen analiz sonucuna göre, iki gevşeklik türü ile negatif, bir gevşeklik türü ile pozitif yönde ilişkiler bulunsa da analiz sonucunun olasılık değerleri %5'ten büyük olduğu için, sonucun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Analiz sonucundan hareketle, BİST30 firmalarına ait gevşeklik türlerinin finansal performansına yönelik etkisinin bazı gevşeklik türleri için olumlu iken, bazı gevşeklik türleri için olumsuz yönde olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir. Bundan hareketle; farklı gevşeklik türlerinin finansal performansa farklı şekilde etkisi olduğu görülmektedir. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde; Bourgeois & Singh (1983), Tan & Peng (2003), Voss vd. (2008), Ju & Zhao (2009), Chiu & Liaw (2009) ve Lee (2012) 'un yapmış oldukları çalışmalar-

da da farklı gevşeklik türlerinin finansal performansı farklı yönde etkilediği sonucuna ulaştığı görülmektedir. Analiz sonucunda, Rafailov (2017) çalışmasında yer alan finansal gevşekliğin, büyük ölçekli firmaların performansını olumsuz yönde etkilediği görüşünün tersinde bir sonuç elde edilmiştir. Bu sonuç, analizde kullanılan finansal performans ve hisse senedi fiyatı için geçerli olmaktadır. Analize dahil edilecek farklı finansal performans ölçütleri ile analiz sonuçlarının farklılaşabileceği tahmin edilmektedir. İlgili analiz, finansal gevşeklikte, hisse senedini dahil eden ilk çalışma ve farklı sektörlerden firmaları bir arada inceleyen birkaç çalışmadan Singh (1986), Rafailov (2017) biridir. Yapılacak sonraki çalışmalarda, modele eklenecek her bir değişkenin analiz sonucunu değiştirmesi beklenmektedir. Çalışmaya fiyat-kazanç oranı, hisse başına kar gibi farklı borsa performans ölçüm oranları eklenerek daha kapsamlı bir analiz sonucu elde edilebilir.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarların çalışmadaki katkı oranları eşittir.

Çıkar Çatışması Beyanı

Çalışma kapsamında herhangi bir kurum veya kişi ile çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Yazarların da kendi aralarında çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Bourgeois, L.J., & Singh, J.V. (1983). Organizational slack and political behavior among top management teams. *In Academy of Management Proceedings*, 1, 43-47.
- Chiu, Y. C., & Liaw, Y. C. (2009). Organizational slack: Is more or less better?. *Journal of Organizational Change Management*, 22(3), 321-342.
- Cyert, R.M., & March, J.G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Prentice Hall, New Jersey: Englewood Cliffs.
- Deaton, A. (1985). Panel data from time series of cross-sections. *Journal of Econometrics*, 30(1-2), 109-126.
- FİNNET (tarihsiz). *Hisse Analiz*. <https://www.finnet.com.tr/FinnetStore/Tr/Urun/Stockkeys> sayfasından erişilmiştir. Erişim Tarihi: 10 Ocak 2023.
- Geiger, S. W., & Cashen, L. H. (2002). A multidimensional examination of slack and its impact on innovation. *Journal Of Managerial Issues*, 68-84.
- Gruener, A., & Raastad, I. (2018). Financial slack and firm performance during economic downturn. *GSL Journal of Business Management and Administration Affairs*, 2(1), 1-7.
- Guo, F., Zou, B., Zhang, X., Bo, Q., & Li, K. (2020). Financial slack and firm performance of smmes in China: Moderating effects of government subsidies and market-supporting institutions. *International Journal of Production Economics*, 223, 1-10.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—Advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- INVESTING (tarihsiz). *Hisse Senetleri*. <http://tr.investing.com/equities/turkey> sayfasından erişilmiştir. Erişim Tarihi: 31 Ocak 2023.
- Ju, M., & Zhao, H. (2009). Behind organizational slack and firm performance in China: The moderating roles of ownership and competitive intensity. *Asia Pacific Journal of Management*, 26, 701-717.

- Lee, S. (2012). Corporate governance, financial slack and firm performance: A comparative study between US and UK. *Seoul Journal of Business*, 18(1), 3-23.
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Liang, J., Yang, S., & Xia, Y. (2023). The role of financial slack on the relationship between demand uncertainty and operational efficiency. *International Journal of Production Economics*, 108931.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation?. *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245-1264.
- Rafailov, D. (2017). Financial slack and performance of Bulgarian firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13.
- Smith, R. L., & Kim, J. H. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *Journal Of Business*, 67(2), 281-310.
- Şahin, E. (2020). Finansal kriz dönemlerinde finansal gevşeklik unsurlarının firma performansına etkisi: BİST sınai endeksi örneği (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Tan, J., & Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 24(13), 1249-1263.
- Voss, G. B., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. G. (2008). The effects of slack resources and environmental threat on product exploration and exploitation. *Academy of Management Journal*, 51(1), 147-164.