

# FİNANSAL GEVŞEKLIK, MÜLKİYET-YÖNETİM KURULU YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŐKI: BİST 100 ÖRNEĞİ

## The Relationship between Financial Slack, Ownership-Board Structure, and Firm Performance: Evidence from BIST 100

Fazlı IRMAK\*

### Öz

Finansal gevşeklik kavramı, işletmenin olması gerekenin üzerinde elde tuttuğu varlıkları ve borçlanma yeteneğinin toplamını ifade etmektedir. Finansal gevşeklik kaynaklarını kaynak yapısı teorisyenleri, firmaların ihtiyaç anında başvurabileceği güç kaynağı olduğunu ileri sürerken, vekalet teorisyenleri gevşekliği, yöneticilerin kendi çıkarlarını önceleyerek veya israf ederek firma değerini olumsuz etkileyeceklerini ileri sürmektedir. Bu çalışmada, mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile piyasa temelli performans göstergeleri arasındaki ilişki ve bu ilişkide mülkiyet yapısı değişkenlerinin düzenleyici etkisi araştırılmıştır. Araştırma kapsamında 2018/Q1-2023/Q3 dönemi arasında BİST100 endeksinde işlem gören firmalar, GMM yöntemi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, tüm finansal gevşeklik türleri ile piyasa temelli performans göstergeleri olan Tobin Q, PD/DD ve F/K arasında pozitif ilişki belirlenmiştir. Mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q, PD/DD ve F/K değişkenleri arasındaki ilişkide, vekalet teorisi kapsamında mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisine ilişkin GMM analiz sonuçlarına göre; yönetsel mülkiyet, mülkiyet yoğunluğu, yönetim kurulu bağımsızlığı ve yönetim kurulu büyüklüğünün farklı seviyelerde düzenleyici etki bulunmuştur. Yabancı mülkiyetinin gevşeklik ile performans arasındaki ilişkide düzenleyici etkisine ilişkin yeterli kanıtlara ulaşılamamıştır.

### Anahtar

#### Kelimeler:

Finansal Gevşeklik,  
Mevcut Gevşeklik,  
Potansiyel  
Gevşeklik, Piyasa  
Temelli  
Performans,  
GMM Regresyon  
Analizi.

#### JEL Kodları:

C33, G20, G32,  
F65

### Keywords:

Financial Slack,  
Available Slack,  
Potential Slack,  
Market-Based  
Performance,  
GMM Regression  
Analysis.

#### JEL Codes:

C33, G20, G32,  
F65

### Abstract

The concept of financial slack refers to the sum of a firm's assets held in excess of what is required and its ability to borrow. While resource structure theorists argue that financial slack is a source of power that firms can turn to in times of need, agency theorists argue that slack can negatively affect firm value by prioritizing or squandering managers' self-interest. This study investigates the relationship between available slack, potential slack recoverable slack, and market-based performance indicators and the moderating effect of ownership structure variables on this relationship. Within the scope of the study, the firms traded in the BIST100 index between 2018/Q1-2023/Q3 are analyzed with the GMM method. According to the findings, a positive relationship was found between all types of financial slack and market-based performance indicators such as Tobin's Q, PD/DD, and F/K. According to the results of GMM analysis on the moderating effect of ownership structure and board structure on the relationship between available slack, potential slack, and recoverable slack and Tobin's Q, PD/DD, and P/E variables within the scope of agency theory, managerial ownership, ownership concentration, board independence, and board size are found to have different levels of moderating effect. There is insufficient evidence on the moderating effect of foreign ownership on the relationship between slack and performance.

\* Öğr. Gör. Dr. Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Bafra Meslek Yüksekokulu, Türkiye, fazli.irmak@omu.edu.tr

Makale Geliş Tarihi (Received Date): 13.05.2024 Makale Kabul Tarihi (Accepted Date): 17.09.2024

Bu eser Creative Commons Atf 4.0 Uluslararası Lisansı ile lisanslanmıştır.



## 1. Giriş

Yönetim kurulu ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran ulusal ve uluslararası birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar yönetim kurulunun iki farklı rolünü ele almaktadır. En yaygın olan rolü vekalet teorisi ve X-Verimlilik teorisi tarafından desteklenmektedir. Vekalet teorisine göre yöneticiler, firma hissedarlarının zararına olacak şekilde fırsatçı davranarak kendi çıkarlarını ön plana çıkarmaktadır (Fama ve Jensen, 1983). Ayrıca X-Verimlilik teorisine göre, asil ile vekil arasındaki çıkar çatışması yanlış kaynak seçiminden kaynaklı verimsizliğin temsil maliyetlerine yol açar (George, 2005). Dolayısıyla firma sahipleri kendi çıkarlarını koruyabilmek adına, yöneticileri izlemek için bazı vekalet maliyetlerine katlanmak zorunda kalmaktadır. Diğer taraftan kaynak bağımlılığı ve kaynak temelli görüşü savunanlara göre, yöneticiler sadece firmaları izlemekle kalmamalı, aynı zamanda firmanın stratejik kararlarına katkı sunmalı ve stratejik kararların uygulanabilmesi için gerekli kaynakları sağlamalıdır (Pfeffer ve Salancik, 1978). Çünkü kaynak bağımlılığı ve kaynak temelli teorisyenler, finansal gevşekliği belirsizlik anında veya yeni proje aşamasında firmaya gerekli fonları sağlayarak firmanın performansına pozitif katkı sağladığını ileri sürmektedir (Nohria ve Gulati, 1996). Vekalet teorisyenleri ve X-Verimlilik teorisyenlerinin yönetim kurulunun firma performansı ile ilgili görüşleri finans literatüründe tartışılmaktadır. Diğer yandan, finansal gevşekliğin firma performansına etkisi ile ilgili çelişkilerde tartışılmaktadır (Cyert ve March, 1963; Jensen ve Meckling, 1976). Cyert ve March (1963), gevşekliğin değişen ekonomik koşullar karşısında sağladığı esneklik ile firmayı koruyarak performansını artırdığını ifade ederken, Jensen ve Meckling (1976), fazla kaynağı yöneticilerin israf etme eğiliminde olduklarını ve bu durumun firma performansına olumsuz etki ettiğini ifade etmiştir.

Finansal gevşeklik, yöneticilerin firma üzerindeki kontrolünü artırarak çevresel değişimler sonucu ortaya çıkan beklenmedik ihtiyaçlara ve/veya fırsatlara hızlı tepki vermesini sağlamaktadır (Marlin ve Geiger, 2015). He ve Wintoki (2016) gevşekliği, serbest nakit akışına benzetmiş ve gevşekliğin firmanın karşılaştığı sorunlar için tampon vazifesi gördüğünü ifade etmiştir. Diğer taraftan Zhang vd. (2020), gevşekliğin vekalet sorunlarını artırdığını ve yüksek serbest nakit akışının firma kontrolünü zorlaştırarak yöneticilerin kendi çıkarlarına hizmet etmesine alan açabileceğini belirtmişlerdir. Gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik çalışmalardan elde edilen kanıtların karmaşık olduğu belirlenmiştir. Gevşekliğin firma performansına pozitif etkisini Bromiley (1991) ve Cyert ve March (1963) çalışmalarında raporlarken, Mosakowski (2017) ve Wan ve Yiu (2009) olumsuz etkinin varlığını ortaya koymuşlardır.

Kaynak bağımlılığı, kaynak temelli görüş, vekalet teorisi ve X-Verimlilik teorilerini temele alarak günümüze kadar geliştirilen teoriler birlikte ele alınarak literatür incelendiğinde, finansal gevşeklik ile firma performansı arasında belirsiz ilişkilerin varlığı ve yönetim kurulunun bu ilişkideki rolünün karmaşık olduğu görülmektedir. Bu sebeple çalışmada, finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki ve kurumsal yönetimin bu ilişkideki düzenleyici rolü araştırılmaktadır. Bu amaç kapsamında, 2018/Q1-2023/Q3 dönemleri arasında borsada kesintisiz işlem gören BİST100 firmaları incelenmiştir. Verilerin analizi için Dinamik Panel Veri Analiz (Generalized Method Of Moments-GMM) yöntemi kullanılmıştır.

Bu çalışma, Türkiye piyasasında finansal gevşekliği ele alan sınırlı çalışmalar arasında yer alarak literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Literatür çalışmalarında, gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkide mülkiyet yapısının düzenleyici etkisini araştıran çalışma sayısının

az olduğu ve Türkiye leğinde mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının finansal gevşeklik ve firma performansını arasındaki ilişkideki etkisini ölçen çalışmanın bulunmadığı belirlenmiştir. Uluslararası çalışmalarda ise, yönetim kurulu yapısının gevşeklik ile performans arasındaki ilişkide düzenleyici etkisinin araştırılmadığı belirlenmiştir. Diğer yandan finansal gevşeklik çalışmalarının daha çok muhasebe performans göstergelerine odaklandığı ve piyasa performans göstergelerinin göz ardı edildiği belirlenmiştir. Çalışma literatürden farklılaşarak piyasa performans göstergelerine odaklanmış ve elde edilen sonucun sağlamlılığının sınanması için  farklı piyasa performans göstergesi analiz edilmiştir. Bu alışma ile yukarıda sayılan hususlarda hem ulusal hem de uluslararası literatüre katkı sunulması amaçlanmaktadır. Çalışmanın, firma yönetici ve sahiplerine, karar alıcılara, politika yapıcılara ve ilgilenen tüm kesimlere firma piyasa performansının artırılmasına katkı sağlayacak finansal gevşeklik türünün belirlenmesi noktasında pratik katkı sağlayacağı dşnlmektedir. Ayrıca finansal gevşekliğin firma performansına etkisini vekalet teorisi bağlamında ele alarak, firma performansını artıracak mülkiyet ve yönetim kurulu yapısı için gevşeklik düzeyinin ne olması gerektiği ile ilgili katkı sağlanması da amaçlanmıştır.

Bu alışma bazı kısıtlar altında yapılmıştır. İlk olarak çalışmada belirli bir sektörel endeks analiz edilmediği için sektör farklılıklarından kaynaklanan etkiler tespit edilememiştir. Bu sebeple Borsa geneli için her ne kadar kapsayıcı sonuçlar elde edilmiş olsa da sektörel olarak yorum yapılması güçtür. Sektörel etkilerin belirlenebilmesi için sektörel endeks örnekleminde bu çalışmanın tekrarlanması faydalı olacaktır. Diğer yandan çalışma her ne kadar birden fazla mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkeninin düzenleyici etkisine odaklanmış olsa da sınırla sayıda değişken analize dahil edilmiştir. Bu alışma ile bundan sonraki çalışmalar için diğer kurumsal yapı değişkenlerinin de analize dahil edildiği daha kapsayıcı bir çalışmaya zemin hazırlanmıştır. Çalışma Türkiye gibi gelişmekte olan ülkede gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla tüm ülkeler için genelleme yapılmasının doğru olmayacağı dşnlmektedir. Son olarak ise, çalışma dönemi pandemi, savaş gibi toplumsal kargaşa ve finansal kaosların yaşandığı ender bir dönemi kapsamaktadır. Finansal koşulların daha stabil olduğu dönemlerde çalışmanın tekrarlanmasının faydalı olacağı dşnlmektedir.

Yukarıda nemi, pratik ve teorik katkısı ve kısıtları paylaşılan çalışmada; 2. bölümde finansal gevşeklik literatür bilgisine, 3. bölümde mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisine, 4. bölümde araştırma konusu ile ilgili literatür bilgilerine, 5. bölümde veriler, araştırma hipotezleri ve yönteme, 6. bölümde bulgular ve tartışmaya yer verilmiş ve 7. bölümle çalışma sonuçlandırılmıştır.

## 2. Finansal Gevşeklik

Gevşeklik kavramını ilk olarak 1938 yılında Bernard ortaya atmıştır (Tan ve Peng, 2003; 1250). March ve Simon (1993), "Organizations" kitabında ilk olarak gevşeklik kelimesini kullanmıştır. Organizasyon teorisyenleri, genel olarak firmayı hayatta kalmaya çalışan kurumsal yapılar olarak görmektedir (Cyert ve March, 1963). Bu sebeple gevşeklik, firmanın uzun süre hayatta kalmasına yardımcı olmaktadır (Tan ve Peng, 2003). Bougreois (1981) alışmasında örgütsel gevşekliği, örgütün uyum için i baskılara ve yaşanan ekonomik durumlar karşısında dış baskılara dayanması için sahip olduğu fiili ve potansiyel kaynaklar olarak ifade etmektedir. Geiger ve Cashen (2002) gevşekliği, belli bir üretim seviyesi için gerekli olan aşari miktarı aşan

mevcut işletme kaynakları olarak tanımlarken, George (2005), kurumsal olarak firma hedeflerine ulaşabilmek için elde edilebilecek ve yeniden kullanılabilir potansiyel kaynaklar olduğunu ifade etmektedir.

Finansal gevşeklik tanımlarına bakıldığında ise; Cyert ve March (1963), toplam kaynaklar ile toplam ödemeler arasındaki fark, Myers ve Majluf (1984), firmanın elde tuttuğu nakit ve nakit benzeri varlıklar ile risksiz borçlanabilme yeteneği, Smith ve Kim (1994), cari gereksinimlerin üzerinde risksiz borçlanma kapasitesi ile nakit ve nakit benzerleri ve Ang ve Straub (1998), organizasyon için gerek duyulanın üzerindeki finansal kaynaklar olarak ifade edilen tanımlamalar mevcuttur. Her ne kadar birbirinin yerine kullanılsa da örgütsel gevşeklik, firmada mevcut bulunan tüm aşırı kaynakları ifade ederken, finansal gevşeklik ise gerekenin üzerindeki finansman kaynaklarını ifade etmektedir (Şahin ve Karaca, 2024).

Gevşeklik kavramı ile ilgili çeşitli tanımlamalar yapıldığı ancak bu tanımlamalarda gereğinden fazla kaynak, tampon gibi kavramların ön plana çıktığı görülmektedir. Geiger ve Cashen'e (2002) göre, gevşeklik sadece aşırı kaynaklardan oluşmamaktadır. Gevşeklik kavramı aşırı kaynakların yanında potansiyel kaynakları da ifade etmektedir. Bu sebeple gevşekliği iç ve dış gevşeklik olarak ikiye ayırmak ve iç gevşekliği halihazırda atıl olan kaynaklar, dış gevşekliği ise firmada şu anda var olmayan ancak ihtiyaç duyulması halinde başvuracağı borç finansmanı olarak düşünmek yanlış olmayacaktır (Geiger ve Cashen, 2002).

Literatür çalışmalarında finansal gevşekliğin dört ana işlevi ön plana çıkmaktadır. Finansal gevşeklik ilk olarak, firmanın kaynak ihtiyacını sağlayarak firma içi çatışmaları engeller ve gereğinden fazla ödeme yapılmasına imkân tanıyarak çalışanlar için teşvik sistemi olarak kullanılabilir. İkinci olarak, kaynak bağımlılığını azaltarak birimlerin fazla olan kaynaklarını bilgi üretmeye aktarmasını sağlar. Üçüncü olarak finansal gevşeklik, yeni ürün geliştirme, iş sahasını geliştirme gibi büyüme odaklı stratejilere imkân sağlar. Son olarak ise gevşeklik, çevresel türbülanslara karşı tampon görevi görerek işletmeyi korur (Cyert ve March, 1963; Bourgeois, 1981; Tan ve Peng, 2003; Şahin ve Karaca, 2024).

Wang ve diğerlerinin (2019) görüşlerine göre, finansal gevşeklik ile firma performansı arasında ilişki bulunması mantıklıdır. Birçok çalışma finansal gevşeklikle firma performansı arasındaki ilişkiyi teyit etmektedir (Bromiley, 1991; Javid vd., 2020; Şahin ve Karaca, 2024). Ancak çalışmalarda finansal gevşeklik ile firma performansı arasında olumlu ve olumsuz etkiye ilişkin kesin kanıtlar bulunmamaktadır. Diğer taraftan Carnes ve diğerlerinin (2019) görüşlerine göre, finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik çalışmalarda farklı teoriler altında farklı sonuçlar bulunmaktadır. Örneğin, davranışsal teori ve kaynak temelli teori, finansal gevşekliğin firmaların ekonomik koşullara ayak uydurmasına imkân sağladığı ve kaynak çeşitliliğinin firma performansını olumlu etkilediğini ifade etmektedir. Klasik organizasyon teorilerinin aksine vekalet teorisi ise yeterli kontrol sistemlerinin olmaması yöneticilerin kaynak israfına yönelerek firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri sürmektedir (Javid vd., 2020).

Literatür çalışmaları incelendiğinde finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran birçok çalışma bulunmaktadır (Carnes vd., 2019; Rafailov, 2017; Şahin ve Karaca, 2024). Ancak yapılan ampirik çalışmalarda finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi etkileyecek diğer unsurların incelenmediği görülmüştür. Bu sebeple bu çalışmada, finansal gevşekliğin firma performansına etkisi incelenirken kurumsal yönetim

faktörleri düzenleyici değişken olarak analize dahil edilmiştir. Kurumsal yönetim faktörlerinin dikkate alınması, vekalet teorisi altında finansal gevşekliğin firma performansına etkisini belirlemek amacıyla yapılmıştır. Bu amaçla mülkiyet yapısı (yönetim mülkiyeti, yabancı mülkiyeti, mülkiyet yoğunluğu) ve yönetim kurulu yapısı (yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü) düzenleyici değişken olarak çalışmaya dahil edilmiştir.

### 3. Mülkiyet Yapısı ve Yönetim Kurulu Yapısı

George'ye (2005) göre, finansal gevşekliğin firma performansını olumlu yönde etkilediğini ifade eden teorik literatürün altında, firmaların aynı sahiplik yapısına sahip olduğu veya farklı hissedarların finansal gevşekliğin tahsisinde benzer tercihlerde bulunduğu varsayımı yatmaktadır. Ancak asil-vekil çatışmalarının olduğu vekalet maliyeti teorisi çerçevesinde, firmalar aynı sahiplik yapısına sahip olmayabilir ve mevcut hissedarlar da kaynak tahsisinde aynı kararları almayabilir. Jensen ve Meckling'e (1976) göre, hissedar-yönetici ve borç veren-yönetici arasında olmak üzere iki tür çatışma vardır. Bu çatışma yönetim ile mülkiyetin birbirinden ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Asil adına şirketi yönetmekte yetkili olan yöneticiler, asillerin çıkarını korumak yerine kendi çıkarlarını ön plana çıkarmaktadırlar (Fama ve Jensen, 1983). Bu çalışmada mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkideki düzenleyici etkisini odaklanılmıştır.

İlk olarak mülkiyet yapısında ele alınan yönetim mülkiyeti, yabancı mülkiyet ve mülkiyet yoğunluğuna ilişkin literatür çalışmalarına değinilmiştir. Moh'd ve diğerlerine (1998) göre, firma sahipleri borçlanmayı vekalet maliyetlerini azaltmak için kullanırlar ve yönetsel mülkiyetin artması ile borçlanma seviyesinin artırılmasına gerek olmadığından hareketle hissedarlar borçlanma eğiliminden kaçınırlar. Karabıyık'a (2011) göre, dağınık sahiplik durumunda sahiplik ile kontrol birbirinden ayrılmakta ve bu durum çıkar çatışmalarına zemin hazırlamaktadır. Özen (2019), dağınık sahiplik yapısı olan firmalarda, borç oranının yüksek olduğunu ifade etmektedir. Firmalar çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltmak için borçlanma eğiliminde olmaktadır. Javid ve diğerlerine (2020) göre, hissedarlar firmanın uzun vadeli performansına odaklanarak, uzun vadeli pozitif katkı sağlayacak projelere yönelirler. Dolayısıyla hissedarlar, mevcut kaynakların gelecekte ortaya çıkacak daha iyi fırsatın değerlendirilmesi için bekleme eğiliminde olurlar. Yönetim mülkiyeti literatür bilgilerinden hareketle yönetim mülkiyeti firmanın mevcut gevşekliğinin artmasına ve potansiyel gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşekliğinin azalmasına yol açmaktadır. Zou ve Xiao (2006), yabancı mülkiyetinin borçlanmayı artırdığını ileri sürmüştür. Bunun temelinde ise asimetrik bilgi yatmaktadır. Çünkü yabancılar, firmayı içeridekiler kadar yakından izleyemedikleri için asimetrik bilgi problemi ile karşı karşıya kalmaktadır. Yabancılar bilgi asimetrisini azaltmak için yöneticileri, kendileri dışında denetleme mekanizması olarak gördükleri borçlanmaya yönlendirmektedir. Yabancı hissedarların firmayı borçlandırma eğilimleri mevcut gevşekliği azaltması, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşekliği ise artırması beklenmektedir. Mülkiyet yoğunluğunun artması ise yöneticilerin istedikleri şekilde borç oranlarını ayarlamalarını önlemektedir (Friend ve Lang, 1988; 18). Mülkiyet yoğunluğu vekalet maliyetlerini azaltır. Dolayısıyla büyük hissedarlar, firmanın vekalet maliyetlerini gözeterek daha fazla borçlanmaya gerek olmadığı görüşündedirler (İrmak, 2023). Ancak Brailsford vd. (2002), mülkiyet yoğunluğu ile borçlanma arasında pozitif ilişki olduğunu ve firma sahiplerinin yöneticileri denetlemek için borçlanmaya yöneldiğini ifade etmiştir. Doğan (2016) çalışmasında, en büyük ortağın ortaklık oranı ile kaldıraç arasında pozitif ilişki olduğunu

ve bunun hâkim ortağın mevcut konumunu korumak adına hisse ihracı yerine borçlanmaya yönelmesi olarak açıklamıştır. Driffield vd. (2007), Santos vd. (2014) çalışmalarında da benzer sonuçlara ulaşmıştır. Bu sebeple bu çalışmada, mülkiyet yoğunluğunun mevcut gevşekliği azaltması ve potansiyel gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşekliği artırması beklenmektedir.

Yönetim kurulu yapısı ise yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsız yönetim kurulu üyesi değişkenleri ile ölçülmüştür. Yönetim kurulu üyelerinin çokluğu firmanın stratejik kararlarda fikir çatışması yaşayarak, ilgili finansal kararların alınmasını zorlaştırdığı bilinmektedir. Bokpin ve Arko (2009), yönetim kurulu büyüklüğünün firma kontrolünü zorlaştırdığı ve mülkiyetin paylaşılması problemleri nedeniyle vekalet maliyetlerini artırdığını ifade etmiştir. Firmalar vekalet teorisinden kaynaklı ortaya çıkacak maliyetlerden kaçınmak için borçlanma eğilimine girebilirler. Dolayısıyla borçlanma artışı mevcut gevşekliği azaltırken, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşekliği artırır. Yönetim kurulu bağımsızlığı incelendiğinde Evliyaoğlu’na (2020) göre, bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirketin profesyonel yönetimine katkı sundukları için firmada asimetric bilgi ve vekalet maliyetlerini azalttığı ifade edilmiştir. Asimetric bilgi ve vekalet maliyetlerindeki azalma, hissedarların yeni yatırımlar için temettüden vazgeçerek fonları şirkette bırakmaya razı olmaları konusunda teşvik edecek ve firma borçlanmadan kaçınacaktır. Tarus ve Ayabei (2016), yoğun bağımsız yönetim kurulu üyesi olan firmaların finansal olarak güçlü olduğunu ve borçlanmadan kaçındığını ifade etmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firmaların borçlanmalarını azalttığına ilişkin literatür kanıtlarından hareketle, mevcut gevşekliği artırıp, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşekliğin artması beklenmektedir.

#### 4. Literatür Taraması

Bazı literatür kanıtları finansal gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişkiyi teyit ederken diğer taraftan olumsuz etkinin varlığını da tespit eden çalışmalarda bulunmaktadır. Finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara aşağıda değinilmiştir.

Tang ve Peng (2003) örgütsel gevşekliğin firma performansına etkisini incelediği çalışmasında, Çin teknoloji firmalarında örgütsel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi örgütsel teori ve vekalet teorisi özelinde incelemiştir. 55 firmanın üst yönetimine yapılan anket ve 1532 firmanın finansal verilerinden oluşan veri setinin analizi sonucunda, absorbe edilmeyen (emilmemiş) gevşeklik için örgütsel teori anlamlı iken, absorbe edilen (emilen) gevşeklik için vekalet teorisinin anlamlı sonuçlar verdiği belirlemiştir. Ayrıca çalışma sonucunda gevşeklik ile firma performansı arasında eğrisel ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Daniel vd. (2004), organizasyonel araştırmacılar tarafından firma performansı ile gevşeklik arasında kesin olmayan kanıtların varlığından dolayı 1990-2000 yılları arasında gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak ortaya koyan 66 araştırmadan 80 örneğe dayanan bir meta analiz gerçekleştirmiştir. Analiz sonucunda, mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişkinin var olduğunu ve sektöre bağlı performansı kontrol eden çalışmaların kontrol etmeyen çalışmalara göre daha güçlü pozitif ilişkili olduğunu belirlemiştir.

Kim vd. (2008) çalışmalarında, finansal gevşeklik ile Ar-Ge yatırımları arasındaki ilişkiye sahiplik yapısının vekalet maliyeti teorisi kapsamında etkisini incelemiştir. Kore Menkul Kıymetler Borsası’nda 253 adet Ar-Ge yoğun sanayi işletmelerinin 1998-2003 dönemlerine ait

verileri analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda, ekonomik durgunluk dönemlerinde finansal gevşeklik ile Ar-Ge yatırımları arasında ters bir U ilişkisinin varlığı belirlenmiştir. Gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki farklı sahiplik yapılarına göre değişkenlik göstermektedir. Finansal gevşeklik aile mülkiyetinde, Ar-Ge yatırımları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir. Diğer taraftan kurumsal yatırımcılar ve yabancı mülkiyeti bu ilişkiyi negatif yönde etkilemektedir. Oerlemans ve Pretorius (2008) alışmalarında, örgütsel gevşeklik ile yenilikçilik arasındaki ilişkiyi araştırmak için 1998-2000 yılları arasında Güney Afrika'da faaliyet gösteren 319 firmayı analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucunda, örgütsel gevşeklik ile yenilikçilik arasında pozitif ilişki belirlenmiştir. Murro vd. (2016) ise, BM&F Bovespa Borsası'nda İnovasyon Endeksi'nde yer alan 208 firmanın 2010-2012 yılları arasındaki verileri, yenilikçilikler ile örgütsel gevşeklik ilişkisini belirlemek amacıyla yaptığı çalışmada, gevşeklik değişkenlerinin firma yenilikçilik düzeyleri üzerinde etkili olduğunu belirlemiştir. Sonuç olarak potansiyel gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşekliği yüksek olan firmalar yenilikçiliği yüksek firmalardır.

Latham ve Braun (2008), gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ekonomik durgunluk koşulları altında incelemek için 2001-2003 yılları arasında faaliyet gösteren 450 firmanın verilerini analiz etmiştir. Analiz sonucunda, durgunluğun başlangıcında gevşekliğin firma performansını olumsuz yönde etkilediğini, ancak ekonomik durgunluk süresi boyunca finansal gevşekliğin firma performansını olumlu etkilediğini belirlemiştir.

Chiu ve Liaw (2009) alışmasında, mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemek için Taylan Borsası'nda 1997-2005 yılları arasında faaliyet gösteren teknoloji firmalarını incelemiştir. Yapılan panel veri analizi sonucunda, gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkinin strateji ve organizasyonel gevşekliğe göre farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Ayrıca gevşeklik ile firma performansı arasında U şeklinde ilişkinin varlığını tespit edilmiştir.

Lee (2012), çalışmasında 1990-2008 yılları arasında ABD'de faaliyet gösteren 1852 adet firma ve Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren 280 firmanın verilerini analiz ederek, finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Yapılan dinamik GMM regresyon analizi sonucunda, ABD'de firma performansı ile finansal gevşeklik arasında negatif, Birleşik Krallık'ta ise pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Marlin (2014), birden fazla sektörde organizasyonel gevşeklik farklılıklarını belirlemek için ABD'de 6 sektörde faaliyet gösteren halka açık 353 firmanın 2010 yılı verilerini kullanarak finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ve bu ilişkide yönetim yapısının düzenleyici etkisini incelemiştir. Yapılan GMM ve sabit etkiler GLS tahmin sonuçlarına göre gevşeklik ile performans arasında olumlu ilişki belirlenmiştir. Mülkiyet yapısının bu ilişki üzerindeki etkisine ilişkin yapılan analiz sonucunda, aile mülkiyetinin mevcut gevşekliği pozitif, geri kazanılabilir gevşekliği negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Bağlı firma sahipliğinde de benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Yabancı mülkiyetinin mevcut gevşeklik türünde firma performansı üzerinde negatif düzenleyici etkisi ve potansiyel gevşeklik türünde ise pozitif düzenleyici etkisi tespit edilmiştir.

Kim vd. (2017), Kore Menkul Kıymetler Borsası olan KOSDAQ'da listelenen 53 ilaç firmasının 2010-2015 yılları arasındaki verilerini analiz ederek gevşeklik kaynakları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan en küçük kareler regresyon analizi

sonucunda potansiyel gevşeklik ve mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasında ise negatif ilişki belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, potansiyel gevşeklik ve mevcut gevşeklik belirli bir seviyeye kadar firma performansını artırırken, belirli seviyeden sonra gevşekliğin artışı firma performansını olumsuz etkilemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklikteki artış ise firma performansını düşürmektedir.

Hailu vd. (2018), 2006-2015 yılları arasında 13 Afrika ülkesinde faaliyet gösteren 457 firmanın verilerini analiz ederek finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Firma performans göstergesi olarak aktif karlılığının incelendiği araştırmada, mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişki belirlenmiştir.

Lin vd. (2020), kurumsal sosyal sorumluluk skoru ile firma performansı arasındaki ilişki ve finansal gevşekliğin bu ilişkideki rolünü araştırmışlardır. Bu amaçla, 2007-2016 yılları arasında Fortune en beğenilen 100 ABD şirketlerinin verileri analiz edilmiştir. Yapılan OLS tahmin sonuçlarında firma performans göstergeleri olan ROA ve ROE ile finansal gevşeklik arasında pozitif anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Diğer yandan, kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal gevşeklik arasındaki ilişkiyi belirlemek için yapılan GMM analiz sonucunda hiçbir ilişki bulunamamıştır.

Zhang vd. (2020) çalışmalarında, kurumsal hissedarlığın finansal gevşeklik ile yenilikçilik amacıyla yapılan yatırımlara etkisini belirlemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla 2011-2018 yılları arasında Çin Menkul Kıymetler Piyasası’nda 15 sanayi sektöründe faaliyet gösteren 2.829 firmanın verilerini incelemişlerdir. Yapılan GLS regresyon analizi sonucunda finansal gevşekliğin kurumsal inovasyon yatırımlarını artırdığı ve baskıya dayanıklı kurumların bu ilişkiyi olumlu yönde yumuşattığı ve baskıya dayanıksız olan kurumlarda ise ilişkiyi olumsuz yönde yumuşattığı tespit edilmiştir.

Javid vd. (2020), finansal gevşekliğin firma performansı ile ilişkisini ve bu ilişkide yönetim yapısının düzenleyici etkisini araştırmak için 2009-2018 yılları arasında Pakistan borsasında faaliyet gösteren 131 firmayı incelemişlerdir. Firmaların mali tablolarından elde edilen veriler GMM yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda mevcut gevşeklik ve potansiyel gevşeklik ile firma performans göstergesi olan ROA arasında anlamlı ilişkiyi belirlemişlerdir. Farklı sahiplik yapılarının marjinal etkilerini belirlemek için yapılan analiz sonucunda, aile mülkiyetinin ve bağlı firma sahipliğinin mevcut gevşekliği pozitif, potansiyel gevşekliği ise negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Yerli ve yabancı sahipliğin ise mevcut gevşekliği negatif yönde, potansiyel gevşekliği yerli sahiplik negatif, yabancı sahiplik ise pozitif yönde etkilemiştir.

Chu vd. (2021), 2005-2019 yılları arasında Şanghay ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 125 gayrimenkul şirketi verilerini analiz ederek finansal gevşeklik ve operasyonel gevşekliğin firma performans göstergesi olan aktif karlılığına etkisini incelemişlerdir. Analiz sonucunda, finansal gevşeklik ile performans arasında U şeklinde ilişkili olduğu, operasyonel gevşekliğin performans ile ilişkisinin bulunmadığını ifade etmişlerdir.

Çilingir Kara ve Yılmaz Türkmen (2024), gevşeklik türlerinin firma performansı ve hisse senedi fiyatlarına etkisini belirlemek amacıyla, 2013-2021 yılları arasında BİST30’da araştırma yapmışlardır. Mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile karlılık ve performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için yaptığı panel veri analizi sonucunda,



gevşeklik türleri ile muhasebe temelli performans göstergeleri arasında anlamlı ilişki belirlenmiştir.

## 5. Veri ve Metodoloji

### 5.1. Veriler ve Değişkenler

Gevşekliğin mevcudiyet düzeyine, emilim düzeyine, yayılım düzeyine, takdir yetkisine, kaynak mevcudiyeti ve kaynak türüne göre farklı türleri bulunmaktadır (Şahin ve Karaca, 2024). Mevcudiyet düzeyine göre gevşeklik; mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşeklik olarak üçe ayrılmaktadır (Gral, 2014). Bu çalışmada gevşeklik türü için mevcudiyet düzeyine göre gevşeklik türleri kullanılmıştır.

Finansal gevşeklik ile performans arasındaki ilişkiye yönelik literatürde genellikle muhasebe temelli performans göstergeleri kullanılmış olup, piyasa temelli performans göstergeleri çok tercih edilmemiştir. Bu çalışmada ise bunun aksine performans göstergeleri olarak piyasa temelli performans göstergelerinden Tobin Q, Fiyat Kazanç Oranı (F/K) ve Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı (PD/DD) değişkenleri kullanılmıştır. Firma performansı, finansal gevşeklik dışında başka değişkenlerden de etkilenebilmektedir. Bu faktörleri dikkate almak için varlıkların doğal logaritması kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki vekalet teorisi bağlamında ele alınmış ve mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının gevşeklik-performans ilişkisindeki düzenleyici etkisine odaklanılmıştır. Bu amaçla mülkiyet yapısı için yönetim mülkiyeti, yabancı mülkiyeti ve en büyük üç hissedarın Herfindahl endeksi ile hesaplanan mülkiyet yoğunluğu ve yönetim kurulu yapısı için, yönetim kurulu bağımsızlığı ve yönetim kurulu büyüklüğü düzenleyici değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm değişkenler Tablo 1’de yer almaktadır.

**Tablo 1. Değişkenler Tablosu**

Değişkenler	Değişkenlerin Kısaltması	Değişkenlerin Açıklaması
<b>Bağımlı Değişkenler</b>		
Tobin Q	Tobin Q	$((KVYK+UVYK) + (\text{Hisse Piyasa Fiyatı} * \text{Ödenmiş Sermaye})) / \text{Aktif}$
Fiyat Kazanç Oranı	F/K	$\text{Hisse Fiyatı} / (\text{Net Kar} / \text{Ödenmiş Sermaye})$
Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı	PD/DD	$(\text{Hisse Fiyatı} * \text{Ödenmiş Sermaye}) / (\text{Ana Ortaklığa Ait Ödenmiş Sermaye})$
<b>Açıklayıcı Değişkenler</b>		
Mevcut Gevşeklik	CO (Cari Oran)	Dönen Varlık / KVYK
Potansiyel Gevşeklik	BO (Borç Oranı)	Toplam Borç / Öz Kaynak
Geri Kazanılabilir Gevşeklik	SGA	Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları / Satışlar
Yönetim Mülkiyeti	YÖM	Yöneticiler tarafından tutulan hisse oranı
Yabancı Mülkiyeti	YAM	Yabancılar tarafından tutulan hisse oranı
Mülkiyet Yoğunluğu	MY	En büyük üç hissedarın Herfindahl endeksi (Anh vd., 2018) $HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2$
Yönetim Kurulu Bağımsızlığı	YKBağ.	Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin toplam üyelere oranı
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	YKBüy	Toplam yönetim kurulu üye sayısı
<b>Kontrol Değişkeni</b>		
Varlık Büyüklüğü	LogAktif	Aktif toplamının doğal logaritması

Çalışmanın veri seti 2018/Q1-2023/Q3 dönemleri arasında BİST100 endeksinde yer alan firmalardan oluşmaktadır. BİST100 endeksinde yer alan firmalar, 2023 üçüncü üç aylık dönem BİST Pay Endeksi kapsamında yer alacak firmalara ilişkin değişiklik sonrası endekste yer alan firmalar analize dahil edilmiştir. Analiz dönemi içinde borsada kesintisiz olarak işlem gören 61 firmanın çeyrek dönemlik verileri isyatirim.com web sitesinden ikincil kaynak olarak elde edilmiş ve Excell programında düzenlenerek Stata17 paket programı ile analiz edilmiştir. Çalışmada firmaların piyasa değerini hesaplamak için kullanılan veriler ise, investing.com web sitesinden elde edilmiştir. Çalışmanın yatay kesiti T=61 ve zaman boyutu N=23’tür. Çalışma toplam N\*T=1403 gözlemden oluşmaktadır.

## 5.2. Araştırma Hipotezleri

Klasik organizasyon teorisi savunucuları, finansal gevşekliğin sağladığı esnekliğin firma performansı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ifade ederken, vekalet maliyeti teorisi savunucuları kaynak israfına dayanarak, gevşekliğin firma performansı üzerinde olumsuz etkilerinin olacağını ifade etmektedir (Lee, 2011; Hailu vd., 2018). Finansal gevşekliğin varlığı durumunda, firma kaynaklarının israfının önlenmesi için izleme maliyetleri ön plana çıkmaktadır. Bu anlamda gevşeklik ile vekalet maliyetleri arasında firmanın dengeleme yapması için yönetsel kararların önemli olduğu düşünülmektedir. Literatür kanıtlarından elde edilen bilgilere göre, finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki için oluşturulan hipotezler Tablo 2’de sunulmuştur. Mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının şirketin finansal kararları üzerinde etkili olduğuna ilişkin verilen literatür kanıtlarına dayanarak mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının finansal gevşeklik ve firma performansı üzerinde düzenleyici etkisine ilişkin hipotezler Tablo 2’de sunulmuştur.

**Tablo 2. Finansal Gevşekliğin Firma Performansına Etkisi ve Mülkiyet Yapısı ile Yönetim Kurulu Yapısının Düzenleyici Etkisi İçin Oluşturulan Hipotezler**

Kod	Hipotez
H1 <sub>a</sub>	Mevcut finansal gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişki vardır.
H1 <sub>b</sub>	Potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişki vardır.
H1 <sub>c</sub>	Geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif ilişki vardır.
H2 <sub>a</sub>	Yönetim mülkiyeti, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H2 <sub>b</sub>	Yönetim mülkiyeti, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H2 <sub>c</sub>	Yönetim mülkiyeti, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H3 <sub>a</sub>	Yabancı mülkiyeti, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H3 <sub>b</sub>	Yabancı mülkiyeti, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H3 <sub>c</sub>	Yabancı mülkiyeti, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H4 <sub>a</sub>	Mülkiyet yoğunluğu, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H4 <sub>b</sub>	Mülkiyet yoğunluğu, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H4 <sub>c</sub>	Mülkiyet yoğunluğu, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.

**Tablo 2. Devamı**

H5 <sub>a</sub>	Yönetim kurulu bağımsızlığı, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H5 <sub>b</sub>	Yönetim kurulu bağımsızlığı, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H5 <sub>c</sub>	Yönetim kurulu bağımsızlığı, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H6 <sub>a</sub>	Yönetim kurulu büyüklüğü, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir.
H6 <sub>b</sub>	Yönetim kurulu büyüklüğü, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.
H6 <sub>c</sub>	Yönetim kurulu büyüklüğü, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilemektedir.

### 5.3. Yöntem

Havuzlanmış en küçük kareler, iki aşamalı en küçük kareler, tesadüfi etkiler ve sabit etkiler tahmincilerini kullanabilmek için içsellik probleminin olmaması gerekmektedir. İçsellik varlığı durumunda en küçük kareler tahmincileri tutarlı sonuçlar vermemektedir (Tatoğlu, 2018). Akimov ve diğerlerine (2009) göre, dinamik panel analiz yöntemleri karşılaşılan içsellik problemlerini çözülebilmektedir.

Birinci Fark GMM (GMM) ve Sistem GMM (S-GMM) olmak üzere iki temel dinamik panel veri analizi tahmincisi bulunmaktadır. Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen GMM yatay kesitlerin etkilerini ortadan kaldırmak için açıklayıcı değişkenlerin bir gecikmesini olarak analize dahil etmektedir. İki aşamada analizin gerçekleştirildiği bu yöntemde, birinci aşamada birinci fark araç değişken olarak analize dahil edilmekte ve ikinci aşamada ise en küçük kareler yöntemi ile tahminleme yapılmaktadır (Tatoğlu, 2018). GMM tahmincisi N'in T'den büyük olduğu durumlar için geliştirilmiştir (Mileva, 2007). GMM, panel verilerde en çok tercih edilen yöntem olarak görülmektedir (Akay, 2015). Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen S-GMM yönteminde GMM yönteminden farklı olarak, fark alma yönteminde serilerin birinci farkının alınması veri kaybına neden olmaktadır. Bu nedenle serilerin farkı yerine değişkenin tüm dönem değerlerinin ortalamasının farkı alınmaktadır (Tatoğlu, 2018).

GMM yöntemine göre yapılan analiz sonucunda tahmin sonuçlarının geçerliliği için bazı testlerin yapılması gerekmektedir. Analiz sonuçlarını tutarlılığına bu testler sonucunda karar verilmektedir. Bu testlerden ilki Sargan testidir. Sargan testi, araç değişkenlerin geçerliliği için yapılan içsellik testidir. Bu test sonucunda araçların dışsal olduğu ( $p > 0,05$ ) belirlenmelidir (İskenderoğlu, 2008). Analizin geçerliliği için başvuru olan diğer test ise Arellano ve Bond (1991) tarafından belirlenen AR1 ve AR2 testleridir. AR testleri spesifikasyon ve otokorelasyon sorununu belirlemektedir. Bütün olarak modelin anlamlılığı ise Wald testi ile belirlenmektedir (Akdağ ve İskenderoğlu, 2018).

Çalışmada finansal gevşekliğin piyasa temelli firma performansına etkisi, mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının finansal gevşekliğin firma performansı üzerinde düzenleyici etkisi, birinci farklar tahmincilerinden Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Fark GMM olarak da adlandırılan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) tahmincisi ile analiz edilmiştir.

Çalışmada kullanılan iki aşamalı GMM modeli aşağıdaki gibidir (Akdağ ve İskenderoğlu, 2018):

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 X1_{i,t} + \beta_3 \text{LogAktif}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 X1_{i,t} + \beta_3 X2_{i,t} + \beta_4 \text{LogAktif}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

Eşitlik 1 ve Eşitlik 2’de yer alan;  $Y_{i,t}$  (TOBİNQ<sub>i,t</sub>, F/K<sub>i,t</sub> ve PD/DD<sub>i,t</sub>) bağımlı değişkenleri,  $Y_{i,t-1}$  (TOBİNQ<sub>i,t-1</sub>, F/K<sub>t-1</sub> ve PD/DD<sub>t-1</sub>) bağımlı değişkenlerin farkını,  $X1_{i,t}$  mevcut gevşeklik (CO), potansiyel gevşeklik (BO) ve geri kazanılabilir gevşekliği (SGA),  $X2_{i,t}$  farklı gevşeklik seviyeleri için mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkilerini,  $\mu_{i,t}$  hata terimini,  $i$  şirketleri ve  $t$  zamanı göstermektedir.

## 6. Bulgular ve Tartışma

Tobin Q performans göstergesi ile mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik arasındaki ilişki ve bu ilişkide mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisine ilişkin fark GMM analiz sonuçları Tablo 3, 4 ve 5’te sunulmuştur. Tahmin sonuçlarının geçerliliğine ilişkin yapılan analizler sonucunda; Sargan test istatistiği sonuçlarının üç gevşeklik türü için de olasılık değerlerinin kritik %5 anlamlılık seviyesinden fazla olduğu ve dolayısıyla araç değişkenlerin dışsal olduğu belirlenmiştir (Tablo 3-4-5). Otokorelasyon sonuçları incelendiğinde, üç gevşeklik türü için AR<sub>1</sub> değerlerinin birinci derecede negatif otokorelasyonlu ve AR<sub>2</sub> değerlerinin ikinci mertebede otokorelasyon barındırmadığı tespit edilmiştir (Tablo 3-4-5). Wald test sonuçlarına göre üç gevşeklik türü için de geliştirilen modellerin anlamlı olduğu görülmektedir (Tablo 3-4-5).

Mevcut gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğu ve bu ilişkinin iki gevşeklik türü için %1 düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasındaki pozitif ilişkinin anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Model 1 GMM analiz sonuçlarına göre H1<sub>a</sub> ve H1<sub>c</sub> kabul edilmiş, H1<sub>b</sub> reddedilmiştir. Yönetimsel mülkiyetin gevşekliğin firma performansına etkisinde; mevcut gevşeklik için %1 düzeyinde pozitif anlamlı, potansiyel gevşeklikte %5 düzeyinde negatif anlamlı ve geri kazanılabilir gevşeklikte %10 düzeyinde negatif anlamlı etkisinin olduğu belirlenmiştir. H2 için farklı gevşeklik türünün düzenleyici etkisini ölçen Model 2 GMM analiz sonuçlarına göre, tüm hipotezler desteklenmektedir. Yabancı mülkiyet ile mevcut gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklikte %1 düzeyinde pozitif anlamlı, potansiyel gevşeklikte ise pozitif ancak anlamsız ilişki tespit edilmiştir. Model 3 ile analiz edilen H3 için yalnızca H3<sub>c</sub> için destekleyici sonuç bulunmuştur. Mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki düzenleyici etkisinde; mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türlerinde pozitif etki, mevcut gevşeklik için bu etki %1 düzeyinde anlamlı iken, potansiyel gevşeklikte ise negatif anlamsız etki belirlenmiştir. Sonuçlar, H4<sub>a</sub> ve H4<sub>c</sub>’yi desteklemektedir. Finansal gevşekliğin firma performansıyla olan ilişkisinde yönetim kurulu bağımsızlığının düzenleyici etkisi incelendiğinde; mevcut gevşeklik türünde %1 düzeyinde pozitif anlamlı, potansiyel gevşeklikte pozitif anlamsız ve geri kazanılabilir gevşeklikte ise %1 düzeyinde negatif ilişki belirlenmiştir. Model 5 analiz sonuçlarına göre, H5<sub>a</sub> ve H5<sub>c</sub> desteklenmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğünün düzenleyici etkisi incelendiğinde; mevcut gevşeklik türünde %1 düzeyde negatif, potansiyel gevşeklikte %10 düzeyinde pozitif ve geri kazanılabilir gevşeklikte %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etki tespit edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğünün düzenleyici etkisini belirlemek için oluşturulan Model 6 sonuçlarına göre, tüm gevşeklik türleri için Hipotez 6 kabul edilmiştir.

**Tablo 3. Mevcut Gevşeklik İçin Tobin Q Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Tobin Q <sub>(t-1)</sub>	0.0593*** (0.0009)	0.0598*** (0.0010)	0.0570*** (0.0010)	0.0591*** (0.0009)	0.0593*** (0.0009)	0.0592*** (0.0009)
Tobin Q <sub>(t-2)</sub>	0.0284*** (0.0004)	0.028*** (0.0004)	0.0269*** (0.0004)	0.0283*** (0.0004)	0.0284*** (0.0004)	0.0284*** (0.0004)
CO	0.0014*** (0.0001)	0.0014*** (0.0001)	0.0014*** (0.0002)	0.0096*** (0.0001)	-0.0364*** (0.0017)	0.0203*** (0.0021)
CO*YÖM		0.1677*** (0.0313)				
CO*YAM			0.1403*** (0.0280)			
CO*MY				-0.0143*** (0.0002)		
CO*YKBağ.					0.0048*** (0.0005)	
CO*YKBüy.						-0.0032*** (0.0000)
LogAktif	0.2469*** (0.0061609)	0.2507*** (0.0061)	0.2323*** (0.0074)	0.2470*** (0.0059)	0.2466*** (0.0060)	0.2472*** (0.0060)
Sargan Test	51.2210	49.8963	52.7761	51.1518	51.2398	51.2355
Prob.>Chi2	0.0744	0.0937	0.0560	0.0753	0.0741	0.0742
AR(1)	-1.0279	-1.0282	-1.0283	-1.0281	-1.0279	-1.0279
Prob.>z	0.3040	0.3039	0.3038	0.3039	0.3040	0.3040
AR(2)	-0.5867	-0.5628	-0.4933	-0.5723	-0.05869	-0.5830
Prob.>z	0.5574	0.5736	0.6218	0.5671	0.5572	0.5598
Wald Chi2	13197.18	9270.53	10994.29	12938.73	13477.48	12917.93
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

**Tablo 4. Potansiyel Gevşeklik İçin Tobin Q Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Tobin Q <sub>(t-1)</sub>	0.0587*** (0.0280)	0.0591*** (0.0009)	0.0591*** (0.0009)	0.0587*** (0.0009)	0.0587*** (0.0009)	0.0586*** (0.0009)
Tobin Q <sub>(t-2)</sub>	0.0280*** (0.0004)	0.0283*** (0.0004)	0.0283*** (0.0004)	0.01811*** (0.0004)	0.0280*** (0.0004)	0.0280*** (0.0004)
BO	0.0003 (0.0002)	0.0003 (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0065 (0.0052)	-0.0621 (0.0526)	-0.0069* (0.0044)
BO*YÖM		-0.0059** (0.0034)				
BO*YAM			0.0054 (0.0047)			
BO*MY				-0.0231* (0.0223)		
BO*YKBağ.					0.0011 (0.0007)	
BO*YKBüy.						0.0006* (0.0000)
LogAktif	0.2474*** (0.0060)	0.2469*** (0.0059)	0.2466*** (0.0061)	0.2474*** (0.0061)	0.2474*** (0.0060)	0.2474*** (0.0060)
Sargan Test	51.0098	50.9953	50.9482	51.0189	51.0054	51.0269
Prob.>Chi2	0.0077	0.0774	0.0780	0.0771	0.0773	0.0770
AR(1)	-1.0282	-1.0283	-1.0285	-1.0282	-1.0282	-1.0282
Prob.>z	0.3039	0.3038	0.3037	0.3039	0.3039	0.3039
AR(2)	-0.5496	-0.5680	-0.5687	-0.5533	-0.5494	-0.5473
Prob.>z	0.5826	0.5700	0.5695	0.5800	0.5827	0.5842
Wald Chi2	11736.71	11883.62	12010.00	11742.42	11745.07	11739.75
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

**Tablo 5. Geri Kazanılabılır Gevşeklik İçin Tobin Q Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Tobin Q <sub>(t-1)</sub>	0.0557*** (0.0008)	0.0595*** (0.0009)	0.0596*** (0.0009)	0.0562*** (0.0009)	0.0554*** (0.0008)	0.0552*** (0.0008)
Tobin Q <sub>(t-2)</sub>	0.0258*** (0.0003)	0.0286*** (0.0004)	0.0286*** (0.0004)	0.0682*** (0.0004)	0.0256*** (0.0003)	0.0264*** (0.0003)
SGA	2.2273*** (0.1594)	2.2430*** (0.1582)	2.2668*** (0.1633)	0.9589*** (0.3152)	4.7514*** (0.6068)	0.3205 (0.5785)
SGA*YÖM		-2.7014* (4.1934)				
SGA*YAM			2.3963*** (0.5680)			
SGA*MY				5.9146*** (1.1474)		
SGA*YKBağ.					-7.2979*** (1.8473)	
SGA*YKBüy.						0.3099*** (0.0235)
LogAktif	0.2517*** (0.0076)	0.2446*** (0.0060)	0.2438*** (0.0058)	0.2758*** (0.0069)	0.2493*** (0.2493)	0.2593*** (0.0082)
Sargan Test	49.3979	50.1863	50.5809	51.2204	49.9573	50.0783
Prob.>Chi2	0.1020	0.0891	0.0832	0.0744	0.1042	0.0908
AR(1)	-1.0272	-1.0283	-1.0283	-1.028	-1.0268	-1.0264
Prob.>z	0.3043	0.3038	0.3038	0.3039	0.3045	0.3047
AR(2)	-0.3848	-0.5562	-0.5538	-0.4651	-0.3508	-0.4844
Prob.>z	0.7004	0.5780	0.5797	0.6418	0.7257	0.6281
Wald Chi2	9187.20	11473.91	11598.10	6131.26	9403.31	7836.43
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

Çalışmada kullanılan diğer piyasa performans göstergesi F/K'dır. F/K ile mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabılır gevşeklik arasındaki ilişki ve bu ilişki üzerinde mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının etkisini belirlemek için yapılan GMM analiz sonuçları Tablo 6, 7 ve 8'de verilmiştir. GMM analiz sonuçlarının geçerliliği için gerekli olan içsellik probleminin tüm modeller düzeyinde olmadığı ve araçların dışsal olduğu ( $p>0,05$ ) belirlenmiştir. Analiz sonuçlarının geçerliliği etkileyen spesifikasyon ve otokorelasyon sorunlarını tespit etmek için kullanılan diğer analizler, Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen AR<sub>1</sub> ve AR<sub>2</sub> testleridir. AR değerlerinin anlamlılık düzeyinin en azından AR<sub>2</sub>'de anlamsız olması gerekmektedir. Tüm modeller için AR<sub>1</sub> ve AR<sub>2</sub> değerlerinin  $p>0,05$  olduğundan otokorelasyon ve spesifikasyon problemi bulunmamaktadır. Tüm modellerin anlamlılığını gösteren Wald test sonuçlarına göre, tüm modellerin anlamlı olduğu belirlenmiştir.

F/K ile tüm gevşeklik türlerinin %1 anlamlılık düzeyinde pozitif ilişkili olduğu belirlenmiş ve tüm finansal gevşeklik türleri için H1 hipotezi kabul edilmiştir. Yönetimsel mülkiyetin finansal gevşeklik ile firma performansı olan F/K arasındaki ilişki incelendiğinde; mevcut gevşeklik türü için %5 düzeyinde pozitif anlamlı, potansiyel ve geri kazanılabılır gevşeklik için %1 düzeyinde negatif anlamlı etki tespit edilmiştir. Yönetimsel mülkiyetin, finansal gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik geliştirilen tüm hipotezler kabul edilmiştir. Yabancı mülkiyetinin F/K ile finansal gevşeklik türleri üzerindeki düzenleyici etkisini ölçen Model 3'e göre; mevcut ve geri kazanılabılır gevşeklik türleri için %1 düzeyinde negatif anlamlı

ve potansiyel gevşeklikte negatif anlamsız etki tespit edilmiştir. Bu doğrultuda H3a kabul edilmiş ve H3<sub>b</sub> ve H3<sub>c</sub> reddedilmiştir. Mülkiyet yoğunluğu düzenleyici değişkeninin F/K performans göstergesi ile finansal gevşeklik arasındaki etkisi incelendiğinde; mevcut gevşeklik türünde %1 düzeyinde negatif anlamlı, potansiyel gevşeklik türünde %10 düzeyinde negatif anlamlı ve geri kazanılabilir gevşeklik türünde %1 düzeyinde pozitif anlamlı etkinin varlığı belirlenmiştir. Bulgulardan elde edilen sonuçlara göre, H4<sub>a</sub> ve H4<sub>c</sub> kabul edilirken, H4<sub>b</sub> reddedilmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığı için mevcut gevşeklikte negatif anlamsız, potansiyel gevşeklikte %1 anlamlılık düzeyinde negatif ve geri kazanılabilir gevşeklikte negatif etki belirlenmiştir. GMM analiz sonuçlarına göre, Model 5 için H5<sub>b</sub> kabul edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğünün düzenleyici etkisinin incelendiği Model 6 analiz sonuçlarına göre H6<sub>a</sub> ve H6<sub>c</sub> reddedilmiş, H6<sub>b</sub> kabul edilmiştir.

**Tablo 6. Mevcut Gevşeklik İçin F/K Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
F/K <sub>(t-1)</sub>	-0.1729*** (0.0002)	-0.1731*** (0.0002)	-0.1741*** (0.0002)	-0.1731*** (0.0001)	-0.1729*** (0.0002)	-0.1729*** (0.0002)
F/K Q <sub>(t-2)</sub>	-0.2214*** (0.0003)	-0.2216*** (0.0003)	-0.2225*** (0.0003)	-0.2209*** (0.0002)	-0.2214*** (0.0003)	-0.2213*** (0.0003)
CO	0.2400*** (0.0288)	0.2405*** (0.0290)	0.2450*** (0.0298)	1.9012*** (0.0141)		
CO*YÖM		8.5732** (3.7171)				
CO*YAM			-95.7013*** (2.9556)			
CO*MY				-2.7562*** (0.0573)		
CO*YKBağ.					-9.4422 (0.6848)	
CO*YKBüy.						0.4155 (0.0392)
LogAktif	207.207*** (2.9289)	206.734*** (2.9320)	207.258*** (3.4663)	207.117*** (3.0588)	207.981*** (2.8742)	207.927*** (2.8298)
Sargan Test	51.2099	51.3549	51.4107	51.8422	51.4512	51.4772
Prob.>Chi2	0.0745	0.0726	0.0719	0.0665	0.0714	0.0710
AR(1)	-1.7290	-1.7291	-1.7287	-1.7356	-1.7294	-1.7293
Prob.>z	0.0838	0.0838	0.0839	0.0826	0.0837	0.0838
AR(2)	1.9219	1.9246	1.9085	2.001	0.0454	1.9277
Prob.>z	0.0546	0.0543	0.0563	0.0454	0.0542	0.0539
Wald Chi2	11.56	11.66	12.06	13.26	11.66	11.86
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

**Tablo 7. Potansiyel Gevşeklik İçin F/K Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
F/K <sub>(t-1)</sub>	-0.1730*** (0.0001)	-0.1730*** (0.0001)	-0.1730*** (0.0001)	-0.1724*** (0.0002)	-0.1767*** (0.0001)	-0.1730*** (0.0001)
F/K Q <sub>(t-2)</sub>	-0.2217*** (0.0002)	-0.2217*** (0.0002)	-0.2217*** (0.0002)	-0.2213*** (0.0002)	-0.2252*** (0.0002)	-0.2217*** (0.0002)
BO	0.0240*** (0.0059)	0.0291*** (0.0102)	0.2905*** (0.0022)	4.7703*** (0.8147)	73.3797*** (14.4751)	-2.5972*** (0.4214)
BO*YÖM		-1.3949*** (0.4025)				
BO*YAM			-0.7785 (0.1798)			
BO*MY				-18.1156* (3.1267)		
BO*YKBağ.					-220.06*** (43.4269)	
BO*YKBüy.						0.2193*** (0.0353)
LogAktif	207.21*** (3.0201)	207.383*** (3.0142)	207.405 (3.0112)	209.887 (2.2922)	209.070*** (2.8377)	206.691*** (3.1760)
Sargan Test	52.1247	52.1155	52.1404	53.3101	51.8896	51.6371
Prob.>Chi2	0.0632	0.0633	0.0630	0.0507	0.0659	0.0690
AR(1)	-1.728	-1.728	-1.728	-1.7285	-1.7286	-1.7282
Prob.>z	0.0840	0.0840	0.0840	0.0839	0.0839	0.0840
AR(2)	1.9152	1.9169	1.9145	1.9277	1.9657	1.9185
Prob.>z	0.0555	0.0553	0.0556	0.0539	0.0493	0.0550
Wald Chi2	12.66	14.26	13.56	11.96	21.08	12.97
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

**Tablo 8. Geri Kazanılabilir Gevşeklik İçin F/K Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
F/K <sub>(t-1)</sub>	-0.1719*** (0.0002)	-0.1712*** (0.0002)	-0.1717*** (0.0002)	-0.1746*** (0.0002)	-0.1720*** (0.0002)	-0.1659*** (0.0002)
F/K Q <sub>(t-2)</sub>	-0.2193*** (0.0003)	-0.2196*** (0.0003)	-0.2191*** (0.0003)	-0.2230*** (0.0004)	-0.2193*** (0.0004)	-0.2144*** (0.0003)
SGA	604.489*** (12.0196)	611.398*** (11.7390)	612.387*** (11.630)	56.6867** (24.1037)	617.325*** (169.811)	2152.95*** (34.793)
SGA*YÖM		-80.177*** (7.9881)				
SGA*YAM			-16.212*** (0.4839)			
SGA*MY				2479.25*** (49.5366)		
SGA*YKBağ.					-18.923 (518.187)	
SGA*YKBüy.						-215.8193* (3.6746)
LogAktif	206.286*** (3.0081)	206.953 (2.9296)	206.505 (2.8814)	208.425*** (2.8769)	206.27*** (3.0170)	201.591*** (3.0756)
Sargan Test	50.8979	52.4993	51.2059	52.8814	51.1174	49.3430
Prob.>Chi2	0.0787	0.0590	0.0746	0.0549	0.0757	0.1029
AR(1)	-1.7286	-1.7285	-1.7285	-1.7337	-1.7287	-1.7276
Prob.>z	0.0839	0.0839	0.0839	0.0830	0.0839	0.0841
AR(2)	1.9068	1.9144	1.9068	2.0214	1.9087	1.8001
Prob.>z	0.0566	0.0556	0.0565	0.0432	0.0563	0.0718
Wald Chi2	14.15	15.83	14.18	19.35	14.64	13.94
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43



Piyasa performans göstergesi olarak kullanılan PD/DD bağımlı değişkeni için, finansal gevşeklik türlerinin performansla ilişkisi ile mülkiyet ve yönetim yapısının bu ilişki üzerindeki düzenleyici etkisini analiz etmek için yapılan GMM analiz sonuçları, Tablo 9, 10 ve 11’de verilmiştir. Regresyon modelinin geçerliliği için yapılan testlerden Sargan test sonucuna göre tüm modeller için p değerinin %5’den büyük olduğu ve içsellik probleminin bulunmadığı belirlenmiştir. Otokorelasyon ve spesifikasyon problemi için yapılan AR testlerinden birinci ve ikinci derecede AR değerlerinin anlamlılık seviyesinin %5 kritik değerin üstünde olduğu, modeller için otokorelasyon ve spesifikasyon probleminin bulunmadığı belirlenmiştir. Oluşturulan modellerin anlamlılığını belirleyen Wald test sonuçlarına göre, tüm modellerin anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo 9. Mevcut Gevşeklik İçin PD/DD Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
PD/DD <sub>(t-1)</sub>	0.2114*** (0.0020)	0.21192*** (0.0020)	0.2104*** (0.0020)	0.2114*** (0.0020)	0.2119*** (0.0019)	0.2118*** (0.0020)
PD/DD <sub>(t-2)</sub>	0.1009*** (0.0009)	0.1009*** (0.0009)	0.1002*** (0.0009)	0.1014*** (0.0009)	0.1018*** (0.0009)	0.1015*** (0.0009)
CO	0.0023*** (0.0007)	0.0022*** (0.0007)	0.0023*** (0.0007)	0.0156*** (0.0006)	-0.0520*** (0.0045)	0.0549*** (0.0029)
CO*YÖM		0.2928*** (0.0390)				
CO*YAM			0.0488 (0.0294)			
CO*MY				-0.0218*** (0.0009)		
CO*YKBağ.					0.1596*** (0.0131)	
CO*YKBüy.						-0.0089*** (0.0005)
LogAktif	1.0783*** (0.0176)	1.0865*** (0.0167)	1.06963*** (0.0209)	1.0726*** (0.0176)	1.0731*** (0.0161)	1.0653*** (0.0177)
Sargan Test	46.57203	47.6931	46.1803	46.4747	47.3175	46.7983
Prob.>Chi2	0.1604	0.1347	0.1701	0.1627	0.1429	0.1549
AR(1)	-1.2267	-1.2262	-1.2263	-1.2267	-1.2263	-1.2261
Prob.>z	0.2200	0.2201	0.2201	0.2199	0.2201	0.2201
AR(2)	-1.1912	-1.1902	-1.1843	-1.2569	-1.1859	-1.2084
Prob.>z	0.2336	0.2340	0.2363	0.2301	0.2357	0.2269
Wald Chi2	15777.58	16181.99	15828.23	18005.41	19709.77	14825.40
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

Mevcut gevşeklik, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşekliğin piyasa performans göstergesi olan PD/DD’ni pozitif yönde etkilediği ve bu etkinin mevcut gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik türlerinden %1 düzeyinde anlamlı, potansiyel gevşeklik türünde ise anlamsız seviyede olduğu belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre H1<sub>a</sub> ve H1<sub>c</sub> hipotezleri kabul edilmiş olup, H1<sub>b</sub> hipotezi reddedilmiştir. Mülkiyet yapısının finansal gevşekliğin firma performansı değişkeni olan PD/DD ile ilişkisi üzerindeki düzenleyici etkisini belirlemek için Model 2, 3 ve 4 için yapılan analiz sonuçları incelendiğinde; Model 2’de oluşturulan yönetsel mülkiyetin düzenleyici etkisi için tüm gevşeklik türlerinde %1 düzeyinde anlamlı ilişki belirlenmiş ve bu ilişki mevcut gevşeklikte pozitif yönlü iken potansiyel gevşeklik ve geri

kazanılabilir gevşeklikte negatif yöndedir. Yönetimsel mülkiyet için oluşturulan H2 hipotezi, tüm gevşeklik türleri için kabul edilmiştir. Diğer mülkiyet yapısı değişkeni olan yabancı mülkiyeti için oluşturulan Model 3 analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklikte anlamsız negatif ilişki bulunarak H3<sub>a</sub> hipotezi reddedilmiştir. Potansiyel gevşeklikte %1 düzeyinde ve geri kazanılabilir gevşeklikte %10 düzeyinde pozitif ilişki tespit edilerek H3<sub>b</sub> ve H3<sub>c</sub> hipotezleri kabul edilmiştir. Mülkiyet yapısı için son değişken olarak kullanılan mülkiyet yoğunluğu için oluşturulan Model 4’e göre, mevcut gevşeklik için pozitif ve geri kazanılabilir gevşeklik için ise negatif ilişki bulunmuşken, her iki değişken için de anlamlılık düzeyi %1 olduğundan H4<sub>a</sub> ve H4<sub>c</sub> hipotezleri kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik için ise beklentinin aksine %10 düzeyinde negatif anlamlı ilişki belirlenmiş ve H4<sub>b</sub> hipotezi reddedilmiştir. Yönetim kurulu yapısına ilişkin düzenleyici değişkenlerin finansal gevşeklik ile PD/DD performansı üzerindeki düzenleyici etkilerinde; mevcut gevşeklik ve potansiyel gevşeklik için oluşturulan hipotezlerin %1 anlamlılık seviyesinde desteklediği, geri kazanılabilir gevşeklikte ise her iki yönetim kurulu yapısı değişkeni için %10 anlamlılık seviyesinde oluşturulan hipotezlerin desteklediği belirlenmiştir. Bulgular sonucunda H5<sub>a,b,c</sub> ve H6<sub>a,b,c</sub> desteklenmiştir.

**Tablo 10. Potansiyel Gevşeklik İçin PD/DD Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
PD/DD <sub>(t-1)</sub>	0.2111*** (0.0018)	0.2115*** (0.0018)	0.2114*** (0.0018)	0.2115*** (0.0018)	0.2116*** (0.0018)	0.2114*** (0.0018)
PD/DD <sub>(t-2)</sub>	0.1009*** (0.0008)	0.1010*** (0.0008)	0.1010*** (0.0008)	0.1010*** (0.0016)	0.1017*** (0.0009)	0.1010*** (0.0008)
BO	0.0006 (0.0005)	0.0001*** (0.0002)	0.0004 (0.0101)	0.0049*** (0.0016)	0.2726*** (0.0623)	-0.0263*** (0.0010)
BO*YÖM		-0.0510*** (0.0013)				
BO*YAM			0.0101*** (0.0052)			
BO*MY				-0.0188* (0.0061)		
BO*YKBağ.					-0.8177*** (0.1868)	
BO*YKBüy.						0.0022*** (0.0000)
LogAktif	1.0793*** (0.0178)	1.0803*** (0.0179)	1.0773*** (0.0179)	1.0806*** (0.0177)	1.0695*** (0.0226)	1.0799*** (0.0179)
Sargan Test	46.7451	46.6857	46.7323	46.9351	45.6254	46.6619
Prob.>Chi2	0.1562	0.1576	0.1565	0.1517	0.1847	0.1582
AR(1)	-1.2271	-1.2277	-1.2272	-1.2272	-1.2257	-1.2276
Prob.>z	0.2198	0.2196	0.2198	0.2197	0.2203	0.2196
AR(2)	-1.1861	-1.1765	-1.1884	-1.1836	-1.1886	-1.1688
Prob.>z	0.2356	0.2420	0.2347	0.2372	0.2346	0.2425
Wald Chi2	14603.50	26401.35	17064.75	18847.02	21369.62	19140.99
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

**Tablo 11. Geri Kazanılabilir Gevşeklik İçin PD/DD Performans Göstergesi GMM Tahmin Sonuçları**

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
PD/DD <sub>(t-1)</sub>	0.2084*** (0.0014)	0.2085*** (0.0014)	0.2084*** (0.0014)	0.2068*** (0.0012)	0.2095*** (0.0015)	0.2084*** (0.0015)
PD/DD <sub>(t-2)</sub>	0.0988*** (0.0007)	0.0988*** (0.0007)	0.0988*** (0.0007)	0.0988*** (0.0006)	0.0996*** (0.0007)	0.0993*** (0.0007)
SGA	2.1285*** (0.1770)	2.1148*** (0.1756)	2.1577*** (0.1779)	-0.6016 (0.4006)	4.0200*** (1.0309)	0.4490 (0.4092)
SGA*YÖM		-17.46*** (1.5591)				
SGA*YAM			0.6410* (0.5767)			
SGA*MY				13.0487*** (1.6788)		
SGA*YKBağ.					-5.5251* (3.0058)	
BO*YKBüy.						0.2185* (0.0616)
LogAktif	1.0934*** (0.2093)	1.0926*** (0.0209)	1.0922*** (0.0209)	1.1218*** (0.0247)	1.0848*** (0.0234)	1.0984*** (0.0208)
Sargan Test	47.9902	47.7228	47.6773	47.4762	47.3919	47.8626
Prob.>Chi2	0.1285	0.1341	0.1351	0.1394	0.1413	0.1311
AR(1)	-1.2268	-1.2268	-1.2268	-1.2279	-1.2269	-1.2266
Prob.>z	0.2199	0.2199	0.2199	0.2195	0.2198	0.2200
AR(2)	-1.1591	-1.1593	-1.1594	-1.1837	-1.1736	-1.1736
Prob.>z	0.2464	0.2463	0.2463	0.2365	0.2405	0.2406
Wald Chi2	22207.02	22151.89	22430.07	31670.40	20402.75	23310.70
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.00000	0.0000
Araç Değişken Sayısı	42	43	43	43	43	43

Finansal gevşekliğin firma performans göstergeleri olarak belirlenen piyasa bazlı performans göstergelerinden Tobin Q, F/K ve PD/DD ile ilişkisi ve bu ilişkide mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisi için oluşturulan hipotezlerin kabul ve ret durumları Tablo 12’de özetlenmiştir.

Finansal gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisine ilişkin iki görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki kaynak temelli ve davranışsal firma teorisi gibi klasik organizasyon teorilerine ait görüş iken, ikincisi ise vekalet teorisyenlerinin görüşleridir. Kaynak temelli görüş, finansal gevşekliğin firmaya sağladığı serbestlik ve atıl fonların potansiyel fırsatlar yakalamada sağlayacağı avantaj ile firma performansını olumlu etkileyeceğini, vekalet temelli görüş ise gevşekliğin israfa yol açarak firma performansını olumsuz etkileyeceğini ifade etmektedir. Yapılan analizler sonucunda, BİST100’de faaliyet gösteren işletmeler için kaynak bağımlılığı ve kaynak temelli görüşün etkin olduğu yani Tablo 12’de de görüldüğü gibi gevşekliğin performansı olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bulgular, Daniel vd. (2004), Chiu ve Liaw (2009), Marlin (2014) ve Hailu ve diğerlerinin (2018) çalışmaları ile tutarlılık gösterirken, potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında negatif ilişki belirleyen Javid vd. (2020) ve gevşeklik ile performans arasında hiçbir ilişki olmadığını tespit eden Lin ve diğerlerinin (2020) çalışmalarından farklılaşmaktadır.

**Tablo 12. Hipotezlerin Kabul-Ret Sonuçları**

Bağımlı Değişken	Hipotezler	Gevşeklik Türleri	Modeller	H <sub>a</sub> (Mevcut Gevşeklik)	H <sub>b</sub> (Potansiyel Gevşeklik)	H <sub>c</sub> (Geri Kazanılabılır Gevşeklik)
Tobin Q	H <sub>1</sub> (Performans)		Model 1	✓	✗	✓
	H <sub>2</sub> (Yönetimsel Mülkiyet)		Model 2	✓	✓	✓
	H <sub>3</sub> (Yabancı Mülkiyeti)		Model 3	✗	✗	✓
	H <sub>4</sub> (Mülkiyet Yoğunluğu)		Model 4	✓	✗	✓
	H <sub>5</sub> (Yönetim Kurulu Bağımsızlığı)		Model 5	✓	✗	✓
	H <sub>6</sub> (Yönetim Kurulu Büyüklüğü)		Model 6	✓	✓	✓
F/K	H <sub>1</sub> (Performans)		Model 1	✓	✓	✓
	H <sub>2</sub> (Yönetimsel Mülkiyet)		Model 2	✓	✓	✓
	H <sub>3</sub> (Yabancı Mülkiyeti)		Model 3	✓	✗	✗
	H <sub>4</sub> (Mülkiyet Yoğunluğu)		Model 4	✓	✗	✓
	H <sub>5</sub> (Yönetim Kurulu Bağımsızlığı)		Model 5	✗	✓	✗
	H <sub>6</sub> (Yönetim Kurulu Büyüklüğü)		Model 6	✗	✓	✗
PD/DD	H <sub>1</sub> (Performans)		Model 1	✓	✗	✓
	H <sub>2</sub> (Yönetimsel Mülkiyet)		Model 2	✓	✓	✓
	H <sub>3</sub> (Yabancı Mülkiyeti)		Model 3	✗	✓	✓
	H <sub>4</sub> (Mülkiyet Yoğunluğu)		Model 4	✓	✗	✓
	H <sub>5</sub> (Yönetim Kurulu Bağımsızlığı)		Model 5	✓	✗	✓
	H <sub>6</sub> (Yönetim Kurulu Büyüklüğü)		Model 6	✓	✓	✓

Çalışmada gevşeklik seviyesinin firma performansına etkisine ek olarak, vekalet teorisinin kapsamı genişletilerek gevşeklik-performans arasındaki ilişkide farklı mülkiyet ve yönetim yapılarının etkileri incelenmiştir. İlk olarak mülkiyet yapısı türlerinden yönetimsel mülkiyetin, firmaların mevcut gevşekliği ile firma performansı arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisinin analiz edildiği Model 2’de, Tobin Q ve PD/DD performans göstergelerinde anlamlı ilişki belirlenmiş ve H2a kabul edilmiştir. Yönetimde söz sahibi hissedarın ortaklık oranındaki artış, firmada vekalet maliyetlerini azalttığı ve bu durumun, vekalet maliyetlerinden kaçınmak için borçlanmaya başvurulmasının önüne geçerek, firmanın nakit mevcudunda artışa gidildiği düşünülmektedir. Bu bulgular, dağılık sahipliğin borçlanmayı artırdığını belirten Karabıyık (2011) ve Özen’in (2019) çalışmaları ile tutarlılık göstermektedir. Yine potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden Model 2 sonuçları incelendiğinde, yönetimsel mülkiyetin negatif anlamlı etkisi görülmekte ve H2b,c kabul edilmektedir. Potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik seviyeleri üzerinde negatif etkinin yine firmaların kaynak kullanımından kaçınmasına bağlı olduğu söylenebilir. Javid ve diğerlerinin (2020) de belirttiği üzere, hissedarlar uzun vadeli firma performansına odaklanarak firma değerini artıracak fırsatlar için kaynak biriktirdiği şeklinde yorumlanabilir.

İkinci mülkiyet yapısı türü olan yabancı mülkiyetinin finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki düzenleyici etkisinin ölçüldüğü Model 3 için yapılan analiz sonucunda, farklı performans göstergeleri için farklı gevşeklik türleri analiz sonuçlarının birbirinden farklılaştığı ve yabancı mülkiyetin düzenleyici etkisi ile ilgili kesin kanıtlara ulaşılamadığı belirlenmiştir. Tobin Q ve PD/DD performans göstergelerinde pozitif etkinin belirlendiği ancak bu etkinin F/K bağımlı değişkeni için devam etmeyerek negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçların, ülkenin kendine özgü riskleri ve son dönemlerde yaşanan pandemi, savaş gibi olumsuzluklarla 2018 yılında başlayıp günümüze kadar devam eden, yabancı sahipliğindeki düşüşten kaynaklanabilir. (MKK, 2024).

Diğer mülkiyet yapısı türü olarak analize dahil edilen en büyük üç hissedarın Herfindahl endeksinde göre hesaplanan mülkiyet yoğunluğu değişkenin düzenleyici etkisini incelendiği Model 4 sonuçlarına göre; mevcut gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşeklik için oluşturulan hipotezler, üç performans göstergesi için oluşturulan modelde (H4a,c) kabul edilmiştir. Ancak beklenenin aksine, potansiyel gevşeklik türünün firma performansına etkisinin analiz edildiği modelde, her bir performans göstergesi için oluşturulan hipoteze (H4c) destek bulunamamıştır. Mevcut gevşeklik türü için elde edilen bulgular, Brailsford ve diğerlerinin (2002) çalışma sonuçlarını destekleyerek firma sahipliğinin artması durumunda, büyük hissedarlar firmanın daha fazla borçlanarak yöneticileri denetleme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Irmak'ın (2023) çalışmasında belirttiği gibi, mülkiyet yoğunluğunun borçlanmayı azalttığı yönünde görüşü desteklenmemekte ve elde edilen bulgular Friend ve Lang'in (1988) çalışma sonuçları ile tutarlılık göstermemektedir.

Yönetim kurulu yapısının finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisini belirlemek için yönetim kurulu büyüklüğu ve yönetim kurulu bağımsızlığı değişkenleri analiz edilmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığı değişkeninin gevşeklik ile performans arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisinin analiz edildiği Model 5 analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik türünde Tobin Q ve PD/DD performans göstergelerinde pozitif etki belirlenirken, F/K performans göstergesi için oluşturulan hipotez reddedilmiştir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için oluşturulan model analiz sonucunda, gevşeklik ile performans arasında negatif etkinin varlığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firmanın profesyonel yönetilmesine katkı sunarak asimetric bilgi ve vekalet maliyetlerini azalttığını ifade eden Evliyaoğlu (2020) ve bağımsız yönetim kurulu sayısının firmayı finansal olarak güçlü yaptığını ve güçlü firmaların finansman ihtiyacında borçlanma yerine temettüleri kullanmayı tercih ettiğini belirten Tarus ve Ayabei (2016) çalışmaları ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir.

Diğer yönetim kurulu yapısı olan yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı ile finansal gevşeklik arasındaki düzenleyici etkisinin analiz sonuçlarına göre, Tobin Q ve PD/DD performansı için elde edilen sonuçların anlamlı olduğu görülmektedir. Tobin Q ve PD/DD performans değişkeni için yapılan analiz sonuçlarında, yönetimsel mülkiyet arttığıca mevcut gevşeklik düşmekte ve potansiyel gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşeklik artmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısının fazlalığının, karar alma süreçlerinde kuruldaki çok sesliliğin fikir çatışmasına neden olduğu, firmayı kontrol etmede problemler doğurduğu ve bu durumda vekalet maliyetlerini arttırdığı düşünölmektedir. Bu sebeple, firmaların vekalet maliyetlerinden kaçınmak için borçlanma eğilimine girmiş olabilecekleri düşünölmektedir.

## 7. Sonuç

Ekonomik ve sektörel belirsizlik dönemlerinde şirketi korumak ve karşılaşılan fırsatları değerlendirebilmek adına firmaya önemli katkılar sağlayan finansal gevşeklik, sağlamış olduğu gevşek kaynakların kullanımı ile ilgili ortaya çıkabilecek kaynakların etkin kullanılmaması sorununu içeren vekalet maliyetlerine de yol açabilmektedir. Literatürde finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkinin varlığı ve bu ilişki üzerinde vekalet teorisi bağlamında mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının etkisinin Türkiye özelinde incelenmesinin literatüre katkı sağlayacağı düşünölmektedir. Bu amaçla çalışmada, finansal gevşeklik ile firma

performansı arasındaki ilişki ve bu ilişkide mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisini araştırılmıştır. Araştırma kapsamında BİST100 endeksi için 2018/Q1-2023/Q3 dönemleri arasında, 2023 yılının üçüncü üç aylık BİST Pay Endeksi’ne alınan firmalar açıklandıktan sonra BİST100’de yer alan ve analiz dönemi boyunca sürekli işlem gören 61 firma analize dahil edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, gevşekliğin firma performansına etkisinde tüm gevşeklik türleri için çalışma kapsamında ele alınan performans göstergeleriyle belirlenen pozitif ilişki, BİST100 endeksinde çalışma dönemi için kaynak temelli ve kaynak bağımlılığı görüşünün geçerli olduğu belirlenmiştir. Yönetimsel mülkiyetin finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki düzenleyici etkisinin ele alındığı modellerde, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif anlamlı, diğer gevşeklik türleri için ise negatif anlamlı ilişki belirlenmiştir. Yönetimsel mülkiyet için elde edilen bulgular incelendiğinde, yönetimsel sahipliğin vekalet maliyetlerini azalttığı düşünülebilir. Dolayısıyla firmaların atıl fonları elde tutmada kararlı oldukları söylenebilir. Çünkü yönetimi elinde tutan hissedarlar, firmanın kısa vadeli başarısından ziyade uzun vadeli başarısına odaklanmaktadır. Gelecek nesiller için şirketinin devamlılığını sağlamak isteyen yönetici hissedarların, firmanın karşılaşılabileceği olağan dışı riskler ve/veya gelecekte ortaya çıkabilecek fırsatlar için fon biriktirdiği söylenebilir. Yabancı mülkiyeti için oluşturulan hipotezlerin geçerliliğine ilişkin kesin kanıtlara ulaşılamamıştır. Yabancı mülkiyetin düzenleyici etkisinin farklı gevşeklik türü ve farklı performans göstergelerinde karışık sonuçlar verdiği ve bu sonuçların, Türkiye’de özellikle 2018 sonrası yabancı sahipliğinden yaşanan düşüşten kaynaklandığı düşünülmektedir. Mülkiyet yoğunluğunun düzenleyici etkisinin araştırıldığı hipotezler için; mevcut gevşeklik ile performans arasında negatif anlamlı, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında pozitif anlamlı düzenleyici etki belirlenmiştir. Bu durum, araştırma döneminde firmalarda büyük hissedarların şirkette baskın oldukları ve vekalet sorunlarının baskılanması yönünde hareket ederek borçlanmayı artırma eğiliminde olduklarını gösterir. Finansal gevşeklik ile firma performansı arasında yönetim kurulu büyüklüğünün düzenleyici etkisi incelendiğinde; mevcut gevşeklik düzeyinde negatif anlamlı, potansiyel gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklikte pozitif düzenleyici etki belirlenmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü analiz sonuçlarına göre, büyük kurullardaki karar almada yaşanan sorunlar, karmaşa ve çatışmaların vekalet sorunlarını beslediğinden dolayı firmaların borçlanma ile vekalet sorunlarını aşmaya çalıştığı söylenebilir. Yönetim kurulu bağımsızlığının gevşeklik ile performans arasındaki ilişkide; mevcut gevşeklik için pozitif anlamlı, potansiyel ve geri kazanılabilir gevşeklik için ise negatif anlamlı düzenleyici etkinin varlığı belirlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, bağımsız yönetim kurulu, profesyonel yönetime katkı sağladığından vekalet sorunlarının azaldığı söylenebilir. Vekalet sorunları azalan firma, denetim gücü nedeniyle başvurduğu borçlanmaya ihtiyaç duymayacaktır.

Elde edilen bulgulara göre, gevşeklik kaynakları firma performansına olumlu katkılar sunmaktadır. Ancak olumlu katkı üzerinde yönetim yapısı ve mülkiyet yapısının gevşekliğin firma performansına etkisi bakımından değişiklik göstermektedir. Firma vekalet sorunlarını kontrol altında tutabildiği sürece, biriktirdiği gevşek kaynaklar ile performansını artırabilir.

Türkiye’de finansal gevşekliğin firma performansına etkisini araştıran az sayıda çalışmadan birisi olan ve bu ilişkide mülkiyet ve yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisini ilk kez araştıran bu çalışma ile literatüre önemli bir katkı sağlanacağı düşünülmektedir. Uluslararası literatür çalışmalarında da özellikle yönetim kurulu yapısının düzenleyici etkisinin araştırılmadığı

ve bu çalışmanın uluslararası literatüre de katkı sunacağı düşünölmektedir. Firma sahipleri, ortaklar, yöneticiler, potansiyel yatırımcılar ve karar alıcılara sağlanacak olan pratik çıkarımda ise bu çalışma; firma değerini maksimum yapacak gevşeklik türü ve bu ilişkiye mülkiyet ve yönetim kurulu yapılarının etkisi konusunda bilgi sunacak ve ilgili kesimlerin, firmanın mülkiyet ve yönetim kurulu yapısı ile gevşeklik türünü dikkate alması konusunda yol gösterici olacaktır.

Bundan sonraki çalışmalarda, Türkiye ölçeğinde belirli bir sektöre yönelik olmayan bu araştırmanın sektörel farklılaşma olması durumu göz önüne alınarak, farklı sektörler için tekrarlanması literatüre ve pratik bilgi kullanıcılarına katkı sağlayacağı düşünölmektedir. Pandemi, savaş gibi olağanüstü dönemleri içeren araştırma döneminin, daha stabil dönemi kapsayan çalışmalarla tekrarlanması, sonuçların geçerliliğine ilişkin ek katkılar sağlayabilir. İleride yapılacak çalışmalarda vekalet teorisi bağlamında araştırmayı derinleştirmek adına, daha farklı yönetsel değişkenlerin etkisini belirleyebilmek için, analize farklı yönetim yapısı değişkenleri (yönetici cinsiyeti, eğitim durumu, devlet mülkiyeti vb.) eklenerek ve muhasebe performans göstergelerini de analize dahil edilerek gerçekleştirilebilir. Bu alışma, Türkiye’de gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran nadir çalışma olarak ve mülkiyet yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenlerinin vekalet teorisi bağlamında gevşeklik ile firma performansı arasındaki düzenleyici etkisini inceleyerek finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünölmektedir.

#### **Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı**

Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

#### **Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı**

Yazar, makalenin tamamına yalnız kendisinin katkı sağlamış olduğunu beyan eder.

#### **Araştırmacıların çıkar atışması Beyanı**

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar atışması bulunmamaktadır.

## Kaynakça

- Akay, Ç.E. (2015). *Dinamik panel veri modelleri, STATA ile panel veri modelleri* (1. bs.). İstanbul: Der Yayınları.
- Akdağ, S. ve İskenderoğlu, Ö. (2018). Avrupa Birliğine üye ve aday ülkelerde yenilenemeyen enerji, yenilenebilir enerji ve nükleer enerji tüketiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi. *Economics, Finance and Politics*, 13(30), 1-14. doi:10.7827/TurkishStudies.14423
- Akimov, A., Albert, W. and Brian, D. (2009). Financial development and economic growth: Evidence from transition economies. *Applied Financial Economics*, 19(12), 999–1008. doi:10.1080/09603100701857880
- Ang, S. and Straub, D.W. (1998). Production and transaction economies and IS outsourcing: A study of the U.S. Banking Industry. *MIS Quarterly*, 22(4), 535-552. doi:10.2307/249554
- Anh, T.X.A., Tuan, L.Q. and Phuong, B.N. (2018). Impact of ownership structure on firm value by financial decisions: New evidence from Vietnamese listed firms. *International Journal of Business & Management Science*, 8(1), 167-198. doi:10.3390/ijfs11030100
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. doi:10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Arellano, M. and Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. doi:10.2307/2297968
- Bokpin, G.A. and Arko, A.C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256. doi:10.1108/10867370910995708
- Bourgeois, L.J. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29-39. doi:10.5465/amr.1981.4287985
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R. and Pua, S.L.H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Journal of Accounting and Finance*, 42(1), 1-26. doi:10.1111/1467-629X.00001
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37-59. doi:10.5465/256301
- Carnes, C.M., Xu, K., Sirmon, D.G. and Karadag, R. (2019). How competitive action mediates the resource slack–performance relationship: A meta-analytic approach. *Journal of Management Studies*, 56(1), 57-90. doi:10.1111/joms.12391
- Chiu, Y.C. and Liaw, Y.C. (2009). Organizational slack: Is more or less better? *Journal of Organizational Change Management*, 22(3), 321-342. doi: 10.1108/09534810910951104
- Chu, S.H., Ren, Y., Cai, H., Xu, Y. and Bao, S. (2021). Financial slack, operational slack and firm performance during episodes of financial crises: A panel data analysis. In L. O’Conner (Ed.), *2021 International Conference on Public Management and Intelligent Society* (pp. 144-148). Papers presented at 2021 International Conference on Public Management and Intelligent Society, Shanghai. China: Conference Publishing Services (CPS).
- Cyert, R. and March, J. (1963). *A behavioral theory of the firm*. (5. ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Çilingir Kara, C. ve Yılmaz Türkmen, S. (2024). Finansal gevşeklik türlerinin firma performansına ve hisse senedine olan etkisinin incelenmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 20(2), 339-359. <https://doi.org/10.17130/ijmeb.1432910>
- Daniel, F., Lohrke, F.T., Fornaciari, C.J. and Turner Jr, R.A. (2004). Slack resources and firm performance: A meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574. doi:10.1016/S0148-2963(02)00439-3
- Doğan, M. (2016). Mülkiyet yapısının finansman kararları üzerindeki etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 70, 157-170. doi:10.25095/mufad.396687



- Driffield, N., Mahambre, V. and Pal, S. (2007). How does ownership affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia. *Economic of Transition*, 15(3), 535-573. doi:10.1111/j.1468-0351.2007.00291.x
- Evliyaoğlu, F. (2020). Yönetim kurulu yapısının sermaye yapısı üzerine etkisi: BIST 100 işletmeleri üzerine bir inceleme. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(23), 437-458. doi:10.14784/marufacd.782966
- Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-25. doi:10.1086/467037
- Friend, I. and Lang, L.H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x
- Geiger, S.W. and Cashen, L.H. (2002). A multidimensional examination of slack and its impact on innovation. *Journal of Managerial Issues*, 14(1): 68-84. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48(4), 661-676. doi:10.5465/amj.2005.17843944
- Gral, B. (2014). *How financial slack affects corporate performance: An examination in an uncertain and resource scarce environment*. Steyr: Springer Science & Business Media.
- Hailu, D.H., Wang, M., Ayalew, M.M. and Dinberu, D.Y. (2018). Financial slack and firm performance in africa: The mediating effects of the banking sector and stock market development. *Global Journal of Management and Business Research*, 18(7), 30-47. Retrieved from <https://www.joc.com/>
- He, Z. and Wintoki, M.B. (2016). The cost of innovation: R&D and high cash holdings in US firms. *Journal of Corporate Finance*, 41, 280-303. doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.10.006
- Irmak, F. (2023). *Menkul kıymet ihracında piyasa zamanlamasının sermaye maliyeti ve firma performansına etkisi* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- İskenderoğlu, Ö. (2008). *İşletmelerin büyümesinde büyüklüğün etkisi: Türkiye için bir inceleme* (1. bs.). Adana: Nobel Kitabevi.
- Javid, S., Saleem, I. and Khan, H.N. (2020). Financial slack and firm's performance: Does ownership structure matters? *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 13(1), 249-263. doi:10.34091/AJSS.13.1.18
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Karabıyık, H. (2011). *Türkiye'de firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerinin analizi: İMKB'de sektörel karşılaştırma* (Yayımlanmamış doktora tezi). Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kim, B.N., Lee, N.S., Wi, J.H. and Lee, J.K. (2017). The effects of slack resources on firm performance and innovation in the Korean pharmaceutical industry. *Asian Journal of Technology Innovation*, 25(3), 387-406. doi:10.1080/19761597.2018.1434007
- Kim, H., Kim, H. and Lee, P.M. (2008). Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms. *Organization Science*, 19(3), 404-418. doi:10.1287/orsc.1080.0360
- Latham, S.F. and Braun, M.R. (2008). The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: Observations from the software industry (2001-2003). *Journal of Managerial Issues*, 20(1), 30-50. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/40604593>
- Lee, S. (2012). Corporate governance, financial slack and firm performance: A comparative study between US and UK. *Seoul Journal of Business*, 18(1), 4-23. Retrieved from <https://hdl.handle.net/10371/79401>

- Lin, W.L., Ho, J.A., Ng, S.I. and Lee, C. (2020). Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. *Social Responsibility Journal*, 16(7), 957-982. doi:10.1108/SRJ-10-2018-0259
- March, J.G. and Simon, H.A. (1993). *Organizations* (2. ed.). Wiley: Blackwell Published.
- Marlin, D. (2014). Industry influences on organizational slack. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 12(1), 23-28. doi:10.19030/jber.v12i1.8373
- Marlin, D. and Geiger, S.W. (2015). A reexamination of the organizational slack and innovation relationship. *Journal of Business Research*, 68(12), 2683-2690. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.03.047>
- Mileva, E. (2007). *Using Arellano-Bond dynamic panel GMM estimators in Stata*. New York: Fordham University.
- MKK. (2024). Merkezi kayıt kuruluşu. Erişim adresi: <https://www.mkk.com.tr/>
- Moh'd, M., Perry, L.G. and Rimbey, J.N. (1998). The impact of ownership structure on corporate debt policy: A time series and crosssectional analysis. *Financial Review*, 33(3), 85-99. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01384.x>
- Mosakowski, E. (2017). Overcoming resource disadvantages in entrepreneurial firms: When less is more. In M.A. Hitt, R.D. Ireland, S.M.Camp and D.L. Sexton (Eds.), *Strategic Entrepreneurship: Creating A New Mindset* (pp.106-126). <https://doi.org/10.1002/9781405164085.ch6>
- Murro, E.V.B., Teixeira, G.B., Beuren, I.M., Scherer, L.M. and Lima, G.A.S.F.D. (2016). Relationship between organizational slack and innovation in companies of BM&FBOVESPA. *Resources and Entrepreneurial Development*, 17(3), 132-157. <https://doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n3p132-157>
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nohria, N. and Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation? *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245-1264. <https://doi.org/10.5465/256998>
- Oerlemans, L. and Pretorius, M. (2008). On the relationship between organizational slack and the level of innovation of firms. In D.F. Kocaoglu, T.R. Anderson and U.D. Tugrul (Eds.), *Management of engineering and technology Portland international conference 2008 (PICMET 2008)* (pp. 664-671). Technology Management for a Sustainable Economy, Portland. USA: Institute of Electrical and Electronics Engineers (IEEE).
- Özen, A.K. (2019). *Sahiplik ve sermaye yapısının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkileri: BİST sınai endeksi ve BİST hizmet endeksi firmaları üzerinde karşılaştırmalı bir uygulama* (Yayımlanmamış doktora tezi). Gebze Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze, Türkiye.
- Pfeffer, J. and Salancik, G.R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper and Row.
- Rafailov, D. (2017). Financial slack and performance of Bulgarian firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13. doi:10.15640/jfbm.v5n2a1
- Santos, M.S., Moreira, A.C. and Vieira, E.S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, 18, 1063-1107. doi:10.1007/s10997-013-9272-7
- Smith, R.L. and 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. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2353106>
- Şahin, E. ve Karaca, S.S. (2024). *Finansal gevşekliğin firma performansına etkisi*. İstanbul: Çizgi Kitabevi.

- Tan, J. and 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. <https://doi.org/10.1002/smj.351>
- Tarus, D.K. and Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: Evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056-1079. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>
- Tatoğlu, Y.F. (2018). *İleri panel veri ekonometrisi: Stata uygulamalı* (3. bs.). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Wan, W.P. and Yiu, D.W. (2009). From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(7), 791-801. <https://doi.org/10.1002/smj.744>
- Wang, H., Su, Z. and Zhang, W. (2019). Synergizing independent and cooperative R&D activities: The effects of organisational slack and absorptive capacity. *Technology Analysis & Strategic Management*, 31(6), 680-691. <https://doi.org/10.1080/09537325.2018.1543867>
- Zhang, K., Wang, J.J., Sun, Y. and Hossain, S. (2020). Financial slack, institutional shareholding and enterprise innovation investment: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(2), 3235-3259. <https://doi.org/10.1111/acfi.12700>
- Zou, H. and Xiao, J.Z. (2006). The financing behaviour of listed Chinese firms. *The British Accounting Review*, 38(3), 239-258. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.04.008>

## **THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL SLACK, OWNERSHIP-BOARD STRUCTURE, AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM BIST 100**

### **EXTENDED SUMMARY**

#### **Aim of the Study**

A review of the literature covering the theories developed to date based on resource dependence and agency theories, which are organizational theories, reveals that there are ambiguous relationships between financial slack and firm performance and the role of the board of directors in these relationships is complex. For this reason, this study aims to investigate the relationship between existing, recoverable, and potential financial slack, which are the types of financial slack, and Tobin's Q, PD/DD, and F/K, which are performance indicators, and the regulatory effect of ownership structure and board structure variables in this relationship for the enterprises operating in the BIST100 index in the 2018/Q1-2023/Q3 periods. In addition to contributing to the literature on financial slack, which is rare in Turkey, this study is the first to investigate the relationship between ownership structure and board structure and slackness and performance.

#### **The Literature**

Loose resources, which emerge with the concept of organizational slack, refer to all the resources that the organization has in order to sustain its existence. The concept of organizational slack refers to the existing cash assets of the firm and the cash resources that the firm can create in case of need. In the literature studies, it is seen that concepts such as buffer, idle resources, and excessive assets come to the fore in the definitions of loose resources. Considering the literature studies, it would not be wrong to evaluate financial slack as the totality of the resources that the firm has and may have in the future. When the studies investigating the effect of slack on firm performance are examined, it is seen that classical organization theorists and agency theorists differ and both groups find sides in the studies. While behavioral theory and resource-based theory developed by classical theorists state that various resources increase firm performance, agency theorists argue that managers will waste resources and this will negatively affect firm performance. As stated above, the results of the study show that there are views that support both theorists. In this study, while determining the effect of financial slack on firm performance, on the other hand, the regulatory effect of ownership and board structure on the relationship between slack and performance is addressed by taking into account the effects of managers suggested by agency theorists.

#### **Results**

In order to determine the effect of financial slack on firm performance, the data of the firms in the BIST100 index for the 2018/Q1-2020/Q3 period were analyzed with the GLS method and as a result of the analysis, it was determined that three types of slack increased firm market

performance. Management ownership, ownership concentration, the number of board members, and the ratio of the number of independent board members to the total number of board members are found to have different levels of effect between financial slack and firm performance for different types of slack. The moderating effect of foreign ownership between financial slack and firm performance is not clear.

### **Conclusion**

An increase in firms' slack resources increases firm performance. The moderating effect of the managerial ownership variable on the relationship between slack and firm performance is found to be negative for the current type of slack and positive for the other two types of slack. Mixed results were obtained in the models regarding the moderating effect of the foreign ownership variable, and it is thought that this may be due to the decline in foreign ownership after 2018. The moderating relationship of ownership concentration between performance and slack is found to be negative in the current slack type and positive in the other two slack types. Board structure has a positive effect on current slack and a negative effect on recoverable and potential slack. The board size variable has a negative effect on existing slack and a positive effect on the other two types of slack.

As a result of the study, a positive relationship was determined between slack resources and firm performance, and different levels of management and ownership structure were found to have an effect on this relationship. Firm owners should take measures to reduce manager-shareholder conflicts in order to increase firm performance with slack resources. While the increase in managerial ownership supports the positive effect of slack resources, ownership concentration prevents slack resources from remaining in the firm due to agency costs. On the other hand, board independence can contribute to the monitoring of agency costs and improve the slack-performance relationship by providing specialization. However, the difficulties in making decisions in large board structures have a reducing effect on the positive effect of slack. It was determined that the board size which makes it difficult to make decisions does not contribute to the firm. Shareholders and managers should support an independent board with expert members instead of a large board. These findings will contribute to firm owners, shareholders, managers, potential investors, regulators, and other market participants regarding the importance of existing slack for firm performance and the moderating effect of ownership and board structure on the importance of slack.