

Piyasa Riski ve Finansal Sıkıntının Firma Performansına Etkileri

Erhan Daştan¹, Fatih Demir^{2,3}

ÖZET

Bu çalışmanın amacı piyasa riski ve finansal sıkıntının firmaların performanslarına olan etkilerini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda BİST Gıda, İçecek endeksinde yer alan 25 firmanın 2015-2022 yılları arasındaki 8 yıllık verileri kullanılmıştır. Dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile analiz edilen verilerin sonuçlarına göre hem piyasa riski hem de finansal sıkıntı firma performansını olumsuz etkilemektedir. Çalışmada firmaların performansını gösteren aktif karlılığı çalışmanın bağımlı değişkeni olarak seçilmiştir. Ayrıca çalışmada koşullu riske maruz değer ve faiz karşılama oranı bağımsız değişken olarak ele alınırken, performansı etkileyebilecek diğer değişkenler olan firma yaşı, toplam varlıklar, kaldıraç oranı, finansal kaldıraç derecesi ve cari oran ise kontrol değişken olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada firma performansını etkilediği düşünülen kontrol değişkenlerden finansal kaldıraç derecesi, toplam varlıklar ve cari oran firma performansını olumlu etkilerken bağımlı değişkenin gecikmeli değeri, kaldıraç oranı ve firma yaşı ise firma performansını olumsuz etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Piyasa Riski, Finansal Sıkıntı, Firma Performansı.

Effects of Market Risk And Financial Distress on Firm Performance

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the effects of market risk and financial distress on the firm performance. For this purpose, 8-year period spanning from 2015 to 2022 of 25 listed firms in the ISE Food and Beverage index has been investigated. The Dynamic Panel Regression Generalized Moments Method (GMM) method has been employed for data analysis. In the study, the firm's performance is represented by return on assets, which is selected as the dependent variable. Additionally, conditional value at risk and interest coverage ratio are considered as independent variables, while other variables that might affect performance, such as firm age, total assets, leverage ratio, degree of financial leverage, and current ratio, are included as control variables in the study. The results indicate that market risk and financial distress negatively affect firm performance. While the other control variables thought to affect firm performance in the study, the degree of financial leverage, total assets and current ratio positively affect firm performance, the lagged value of the dependent variable, leverage ratio and firm age negatively affect firm performance.

Keywords: Market Risk, Financial Distress, Firm Performance.

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Artvin Çoruh Üniversitesi Artvin Meslek Yüksekokulu, ORCID: 0000-0001-7498-8910.

² Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ORCID: 0000-0001-7551-0302.

³ İletişim Yazarı: fatihdemir@ktu.edu.tr

1. GİRİŞ

Ekonomik faaliyetlerin özel sektör katılımcıları tarafından gerçekleştirildiği serbest piyasa ekonomisinde ülkelerin ekonomik gücü sahip oldukları firmaların gücüyle doğru orantılıdır. Serbest piyasa ekonomisi içerisinde firmaların üretmiş ve ihraç etmiş oldukları katma değeri yüksek ürünler ülke ekonomisinin itici gücü olmaktadır. Ülke ekonomisi içerisinde yer alan firmaların sağlıklı finansal yapısı, ülke ekonomisini koruyabilir ve daha üst bir noktaya taşıyabilir. Firmaların sağlıklı yapısı, özellikle finansal sıkıntı yaşamaması, hem kendi piyasadaki mevcut konumuna hem de ülke ekonomisine ciddi zararlar verebilmektedir.

Finansal sıkıntı, bir firmanın borçlarını ödeme, faaliyetlerini sürdürebilme veya karlılık hedeflerine ulaşma konusunda güçlük çektiği durumdur. Finansal sıkıntı, firmanın mali durumunun bozulması ve genellikle likidite sorunları, nakit akışı problemleri veya borçların artmasıyla ilişkilidir. Bu tür sıkıntılar, firmanın varlıklarını etkin bir şekilde yönetememesi ve yükümlülüklerini yerine getirememesi gibi sebeplerle ortaya çıkar.

Dünya bankasının raporuna göre Türkiye GSYH olarak son yirmi yılda yıllık ortalama %5,4 büyüme göstermiştir. Ayrıca 2023 yılı itibarıyla 1.024 trilyon dolarlık GSYH'si ile dünyanın 17'nci büyük ekonomisidir (Worldbank, 2024). Türkiye'deki bu ekonomik büyüklüğünün arkasında hiç şüphesiz özel sektöre ait firmaların üretim ve ihracat kapasiteleri yatmaktadır. Firmaların güçlü yapısı ülke ekonomisinin de sağlıklı büyümesi için hiç şüphesiz hayati bir rol oynamaktadır. Tersine olarak da firmaların sağlıklı finansal yapıları firmaları iflasa sürükleyebilmekte ve ülkenin ekonomik olarak büyümesine zarar vermektedir.

Dünya ekonomisi küreselleşmenin etkisiyle son yıllarda birçok krizle karşı karşıya kalmıştır. 1987 yılında yaşanan hisse senedi piyasalarının çöküşü, 1997-98 Asya krizi ve 2008 küresel finans krizi bu krizlerden bazılarıdır. Türkiye'de de son yıllarda darbe girişimi, salgın ve ekonomik olarak birçok kriz yaşamıştır. Gerek küresel krizlerden gerekse de Türkiye'ye ait krizler neticesinde birçok firma faaliyetlerini durdurmak zorunda kalmıştır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) verilerine göre Türkiye'de son on yılda yaklaşık 170 bin firma kapanmıştır (TOBB, 2024). Bu kapanmaların nedeni hiç şüphesiz çok çeşitli olabilmekle beraber temel olarak ya ekonominin genel konjonktürü gereği ya da firmaların zayıf finansal durumlarından kaynaklanmaktadır.

Firmalar faaliyetlerini sağlıklı yürütebilmeleri için oluşabilecek risklere karşı önlemler almaktadırlar. Fakat tüm ekonomiyi ilgilendiren ve firma yöneticilerinin de müdahale edemeyeceği riskler söz konusudur, sistematik olarak adlandırılan bu riskler genellikle faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan meydana gelmektedir (Vo, 2023: s. 3). Ekonominin tamamını etkileyen sistematik riskin çok ciddi sonuçları olabilmekte ve firmalara büyük kayıplar yaşatabilmektedir. Hatta firmalar iflas riskiyle karşı karşıya kalabilmektedir (Muriithi vd., 2016: s. 225). Sistematik riskin kaynaklarından birisi olan piyasa riski ise finansal varlıkların değerinde meydana gelen değişmeden kaynaklanan zarar riskidir. Piyasa riski, şirketin faaliyetlerinden ve

denetiminden tamamen bağımsız olarak, geçerli bir ekonomik nedene dayanmayan veya daha çok belirsizliği artırıcı etkilerin sonucu ortaya çıkmaktadır. Beklenmeyen bir savaşın başlaması ya da bitmesi, seçim yılı olması, politik faaliyetlerin artması, piyasadaki spekülasyon hareketlerinin artması gibi gelişmeler, piyasayı etkileyen psikolojik faktörlerdir. En çok hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle de hisse senetlerindeki fiyat dalgalanmaları firmaların piyasa değerlerini, bunun da neticesi olarak firma performansını olumsuz etkilemektedir (Hax, 2003: s. 679).

Piyasa riskinin ölçülmesinde farklı yöntemler kullanılabilir. Bu yöntemlerden en çok kabul gören yöntem ise riske maruz değer (RMD) yöntemidir. Basel standartlarında da bu yöntemin kullanılması önerilmektedir (Taş ve İltüzer, 2008: s. 68). RMD yöntemi, riski belli bir zaman diliminde belirli bir güven düzeyinde gerçekleşmesi mümkün maksimum kaybın parasal olarak değerini ölçmektedir (Filik vd., 2021: s. 1191). Fakat bu yöntemin bazı eksik yönleri de vardır. Özellikle risk faktörlerinin dağılım özellikleri ile ilgili varsayımların sağlanamamasından dolayı pek çok noksanlığı bünyesinde barındırdığı ileri sürülmektedir (Gianopoulos ve Tunaru, 2005: s. 980). Ayrıca tahminlerini belli bir güven aralığında yaptığı için risk seviyesini olduğundan daha düşük gösterebilir. Bu noksanlıklar diğer bir RMD modeli olan koşullu riske maruz değer (KRMD) ile giderilmiştir. KRMD aynı güven seviyesinde RMD'nin tahminini aşan kayıpları da dikkate almaktadır (Rockafellar ve Uryasev, 1999: s. 2).

Piyasa riski gibi firma performansını etkileyen diğer bir durum ise finansal sıkıntıdır. Finansal sıkıntı genel olarak firmanın kısa dönemli ödeme yükümlülüklerini yerine getirememesi durumudur. Aslında piyasa riski ve finansal sıkıntı birbiriyle oldukça ilişkili bir durumdur. Piyasa riskinin yüksek olduğu dönemlerde hisse senedi fiyatları düşmekte, buna bağlı olarak da firmanın piyasa değeri zayıflamaktadır. Böyle bir durumda ise firma finansal kaynak bulma konusunda sıkıntı yaşamaktadır (Powell vd., 2018: s. 259). Finansal sıkıntı yalnız piyasa riskinden kaynaklanmamaktadır. Bunun yanı sıra firma yöneticilerinin almış olduğu kararlar neticesinde de bu sıkıntı meydana gelebilmektedir.

Firmalar kısa dönemli borçlarını ödeyememe durumunda finansal sıkıntı yaşamaktadırlar. Özellikle faiz ödemeleri kısa dönemli yükümlülüklerinin en büyük kalemlerindedir. Finansal tablolarından elde edilen bilgiler ışığında firmanın ödeme gücünün olup olmadığı anlaşılabilir. Literatürde finansal sıkıntı göstergesi olarak faiz ödeme gücü olarak faiz karşılama oranı (FKO) kullanılmaktadır (Vo, 2023: s. 4; Bernanke ve Gertler, 1995).

FKO faiz ve vergiden önceki karın faiz giderlerine oranıdır. Bu oran eğer 1'in altında ise firmanın finansal sıkıntı içerisinde olduğu ifade edilmektedir (Asquith vd., 1994; Fan vd., 2008; Andrade ve Kaplan, 1998). Bu oranın 1'den yüksek olması ise firmanın kısa vadeli finansal yükümlülüklerini kolaylıkla yerine getirebileceğini göstermektedir. Yüksek bir FKO sağlıklı bir finansal durumun olduğunu ifade eder.

Bu çalışmada piyasa riskinin ve finansal sıkıntının firma performansına olan etkileri incelenmiştir. Firma performansı olarak aktif karlılığı (AK) kullanılmıştır. Karlılıkları etkileyen diğer kontrol değişkenler olarak firmaların toplam varlıkları (TV), yaşları (YAŞ),

kaldıraç oranları (KO), finansal kaldıraç dereceleri (FKD) ve cari oranları (CO) çalışmada ele alınmıştır.

Türkiye’de firma performansını etkileyen değişkenler üzerine yapılan çalışmalar olmakla beraber (Akan, 2007; Gökçe ve Kıyılar, 2017; Alparslan ve Aygün, 2013, Karacaer ve Aygün, 2009; Ayhan ve Alabay, 2011) piyasa riskinin finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışma yoktur. Bu açıdan bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışmanın literatüre diğer bir katkısı ise hem piyasa riskinin hem de finansal sıkıntının aynı anda firma performansına etkisini incelemesidir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümü olan giriş kısmında, firma performansının ülke ekonomisine olan etkileri incelenmiş, firma performansına etki eden faktörler açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde literatür kısmına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, çalışmanın amacının, kapsamının ve modelinin yer aldığı yöntem kısmına yer verilmiştir. Dördüncü bölümde çalışmanın analizinin bulgularına yer verilerek yorumlanmıştır. Çalışmanın beşinci bölümünde ise sonuçlar ve öneriler yer almaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde hem piyasa riskinin hem de finansal sıkıntının hesaplanması ve tahmini üzerine çalışmalar yoğunluk kazanmıştır. Ayrıca her bir değişkenin firma performansı üzerine etkilerini araştıran çalışmalar da mevcuttur. Bu çalışmalardan Opler ve Titman (1994) finansal sıkıntı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre finansal sıkıntı dönemlerinde yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmaların düşük kaldıraç düzeyine sahip firmalara göre pazar paylarında daha fazla azalma yaşadıklarını ortaya koymuşlardır. Başka bir çalışmada ise Wald (1999) farklı ülkeler için firmaların finansal sıkıntı ve sermaye yapılarını incelemiştir. Elde ettiği sonuçlara göre ABD firmalarının Japon firmalarına göre daha fazla finansal sıkıntı maliyetlerinin olduğunu ifade etmiştir.

Geng vd. (2017) Çinli firmalarda finansal sıkıntıyı incelemişlerdir. Çeşitli finansal göstergelerin, örneğin toplam varlıkların getirisi, toplam varlıkların net kar marjı, hisse başına nakit akışı ve hisse başına kazancın finansal sıkıntının daha iyi belirleyicileri olduğunu bildirmiştir.

Mahmood vd. (2018) finansal esnekliğin finansal sıkıntıya etkisini Pakistan borsasına kayıtlı firmalar üzerinde test etmiştir. 1992-2014 yılları arasında 192 finansal olmayan firmalar üzerine yaptığı çalışmada elde ettiği bulgulara göre finansal olarak daha esnek olan firmaların finansal sıkıntıya düşme ihtimallerinin daha düşük olduğu sonucuna varmışlardır.

Widarwati ve Sartika (2019) Endonezya borsasına kayıtlı 231 firma üzerinde finansal sıkıntı maliyetinin firma performansına etkisini incelemiştir. Bulgulara göre Endonezya firmalarının yüksek finansal sıkıntı maliyetine sahip olduğunu ve bunun satışlara negatif etkisinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kalash (2021) Borsa İstanbul'da kayıtlı olan 200 firma üzerinde yapmış olduğu çalışmada finansal sıkıntının ve döviz kuru krizinin finansal kaldıraç ve finansal performans arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini incelemiştir. Bulgulara göre finansal kaldıraçın finansal performans üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ve bu etkinin finansal sıkıntı riski daha yüksek olan firmalar için daha güçlü olduğunu ortaya koymuştur.

Isibor vd. (2024) piyasa riskinin finansal performansa etkisini tarım, petrol ve gaz firmaları üzerinde incelemiştir. Piyasa riski olarak döviz kuru riskini, hisse senedi fiyatındaki değişim, faiz oranlarındaki ve emtia fiyatlarındaki değişimleri ayrı ayrı olarak ele almıştır. Sonuçlara göre döviz kurundaki ve hisse senedi fiyatındaki değişimin finansal performansa etkisi negatif iken faiz oranlarındaki ve emtia fiyatlarındaki değişimlerin etkisi ise negatif olmuştur.

Yukarıda da belirtildiği üzere finansal sıkıntının ve piyasa riskinin firma performansına etkileri ayrı ayrı çalışılmıştır. Fakat bu iki değişkenin aynı anda firma performansına etkilerini irdeleyen çalışmalar çok sınırlıdır. Bu çalışmalardan Vo (2023) piyasa riskinin ve finansal sıkıntının Vietnam'daki firmaların performansına olan etkilerini incelemiştir. Bulgulara göre hem yüksek piyasa riski hem de finansal sıkıntı firma performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

Türkiye'de firma performansını etkileyen çeşitli değişkenler üzerine yapılan çalışmalar olmakla beraber hem finansal sıkıntının hem de piyasa riskinin aynı anda etkisini gösteren çalışmalar mevcut değildir. Çalışmalar daha çok piyasa riskinin ölçülüne yöneliktir.

Akan (2007) çalışmasında piyasa riskini doğuran etmenler, piyasa riskine yönelik yapılan düzenlemelerde yaşanan gelişmeler ve piyasa risk ölçüm yöntemlerini ortaya koymuştur. Gökçe ve Kıyılar (2017) piyasa riskinin tahminlenmesine yönelik çalışma yapmıştır. Yine firma performansı üzerine de daha çok firma performansına kurumsal sosyal sorumluluğun etkisi (Alparslan ve Aygün, 2013), entelektüel sermayenin etkisi (Karacaer ve Aygün, 2009; Ayhan ve Alabay, 2011), çalışma sermayesinin etkisi (Aygün, 2012), kurumsal yönetimin etkisi (Karamustafa vd., 2009; Ünlü vd., 2017) gibi çalışmalar mevcuttur. Mevcut çalışma hem piyasa riskinin hem de finansal sıkıntının firma performansına etkisini gösteren Türkiye'deki ilk çalışma özelliği göstermektedir.

3. YÖNTEM

Bu çalışmada piyasa riskinin ve finansal sıkıntının firmaların performanslarına olan etkileri incelenecektir. Çalışmanın bu bölümünde çalışmanın amacı, kapsamı, değişkenleri, hipotezleri ve yöntemi açıklanacaktır.

3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Değişkenleri

Çalışmanın amacı piyasa riskinin ve finansal sıkıntının firmaların performansına olan etkilerini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda 2015-2022 yılları arasında Borsa İstanbul'da kayıtlı BİST Gıda, İçecek endeksinde yer alan firmalar çalışmada ele alınmıştır.

2024 yılı itibariyle bu endekste 47 firma bulunmasına rağmen belirtilen yıllar arasında sürekli faaliyet gösteren 25 firma çalışmada ele alınmıştır. İncelenen firma sayısının az olması çalışmanın kısıtlarındandır. Çalışmanın verileri Kamuyu Aydınlatma Platformundan alınmıştır. Bu firmaların isimleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 1. Firma İsimleri

Sıra No	Firma Adı
1	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
2	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.
3	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.
4	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
5	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.
6	EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
8	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
10	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
13	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.
14	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.
15	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
16	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
17	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
18	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.
19	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.

20	TETAMAT GIDA YATIRIMLARI A.Ş.
21	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.
23	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
24	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
25	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.

En son yaşanan pandemi süreci gıda ve içecek sektörünün hayati önemini bir kez daha göstermiştir. Gıda ve içecek sektöründeki şirketler, hammadde fiyatları, tedarik zinciri sorunları, sağlık ve güvenlik düzenlemeleri gibi sektöre özgü risklere tabidir. Ayrıca gıda ve içecek sektörü, genel ekonomik duruma önemli bir duyarlılık gösterir. Özellikle enflasyon, döviz kuru hareketleri, enerji maliyetleri ve gıda fiyatlarındaki artışlar gibi makroekonomik faktörler, bu sektörü doğrudan etkiler. Endeks, ekonomik değişimlere hızlı bir yanıt vererek, yatırımcıların stratejilerini buna göre şekillendirmelerine yardımcı olur. İfade edilen bu nedenlerden dolayı çalışmada BİST Gıda İçecek Endeksinde yer alan firmalar çalışmada ele alınmıştır.

Varlıklar ve firma performansı arasındaki ilişki, bir firmanın sahip olduğu varlıkların ne kadar etkin kullanıldığını ve bu varlıkların finansal başarıya nasıl dönüştüğünü anlamak için önemli bir konudur. Firmanın varlıkları, genellikle işletmenin büyüklüğünü, operasyonel kapasitesini ve potansiyelini yansıtan önemli unsurlar olup, bunların nasıl yönetildiği firma performansını doğrudan etkilemektedir. Varlıkların verimli kullanımı, firmanın performansının belirleyici unsurlarından biridir. Bu, firmanın mevcut varlıklarını kullanarak ne kadar kâr ve değer üretebildiğini gösterir. Varlıkların etkin kullanımı, aktif karlılığı gibi oranlarla ölçülür. Aktif karlılığı, firmanın sahip olduğu varlıklardan ne kadar kâr elde ettiğini gösterir. Bu açıdan çalışmada firmaların performansını gösteren aktif karlılığı bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda karlılığı etkileyen iki temel bağımsız değişken ise piyasa riski ve finansal sıkıntıdır. Daha önce ifade edildiği üzere piyasa riski, bir yatırımcının finansal piyasaların genel performansını etkileyen faktörler nedeniyle zarara uğrama olasılığını ifade eder. Piyasa riski koşullu riske maruz değer (KRMD) ile finansal sıkıntı ise faiz karşılama oranı (FKO) ile temsil edilmektedir. Çalışmada karlılığı etkileyen diğer değişkenler olarak firmanın toplam varlıkları, yaşı, kaldıraç oranı, cari oranı, finansal kaldıraç derecesi kullanılmıştır. Çalışmaya ait değişkenler aşağıda tabloda sunulmuştur.

Tablo 2. Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenler	Açıklamalar
Bağımlı Değişken	
Aktif Karlılığı (AK)	<i>Net Kar/Toplam Varlıklar</i> Bir şirketin varlıkları üzerinden elde ettiği karı ölçen bir finansal göstergedir. Bu oran, şirketin ne kadar verimli bir şekilde varlıklarını kullanarak kar elde ettiğini gösterir.
Bağımsız Değişkenler	
Finansal Sıkıntı (FKO)	<i>Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Faiz Giderleri</i> Finansal sıkıntıyı temsil eden faiz karşılama oranı (ICR) bir şirketin faiz giderlerini kar ile ne kadar iyi karşılayabildiğini gösteren bir orandır. $CVaRa = 1 - \alpha \int -\infty VaRaxf(x)dx$
Piyasa Riski (KRMD)	Finansal bir varlık ya da portföy için belirli bir risk seviyesindeki kaybın olasılıkla ilişkili olan daha kötü senaryoları değerlendiren bir risk ölçüsüdür.
Kontrol Değişkenler	
Toplam Varlıklar (TV)	Toplam varlıklar, şirketin sahip olduğu tüm varlıklarını temsil eder. Bu varlıklar şirketin operasyonel kapasitesini ve büyüklüğünü gösterir.
Cari Oran (CO)	<i>Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar</i> Şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesini gösterir.
Firma Yaşı	Firmanın yaşı, şirketin piyasadaki deneyimi ve sektördeki konumuyla ilişkilidir.
Kaldıraç Oranı (KO)	<i>Toplam Borçlar/Öz Kaynaklar</i> Firmaların borçları ile öz kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Yüksek kaldıraç oranı, şirketin borç yükünü artırır.

Finansal Kaldıraç Derecesi (FKD)	Toplam Varlıklar/Öz Kaynaklar
	Firmanın borç finansmanı kullanarak öz kaynak getirilerini artırma kapasitesini ölçer.

Yukarıda da ifade edildiği üzere koşullu riske maruz değer (KRMD) finansal bir varlık ya da portföy için belirli bir risk seviyesindeki kaybın olasılıkla ilişkili olan daha kötü senaryoları değerlendiren bir risk ölçüsüdür. KRMD, genellikle riske maruz değer (RMD) ile birlikte kullanılır ve RMD'nin ötesindeki kayıpların ortalama değerini ifade eder. RMD, belirli bir güven aralığında (örneğin %95) maksimum kaybı belirlerken, KRMD, bu kaybın ne kadar daha kötü olabileceği hakkında bilgi verir. KRMD, genellikle belirli bir güven aralığı altında kayıpların ortalama değeri olarak hesaplanır. Hesaplama yapılırken İlk olarak, RMD hesaplanır. RMD, belirli bir güven düzeyinde (örneğin %95 veya %99) bir portföyün veya yatırım aracının beklenen kaybının üst sınırını verir. Daha sonra RMD sınırını aşan kayıpların ortalama değerini hesaplanır. Bu, RMD seviyesinin altındaki en kötü senaryoların bir tür ortalamasıdır. KRMD, RMD seviyesinin üzerindeki kayıpların ortalamasıdır. Yani, RMD değerinin altında gerçekleşen kayıpların ortalama değeri, koşullu riske maruz değeri verir.

Aşağıda çalışmanın verilerine ait tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon katsayıları verilmiştir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

	AK	lnTV	lnYAŞ	KO	FKO	FKD	CVaR	CO
Ortalama	0.021900	20.04561	3.446449	0.597245	13.31773	0.579589	-0.008738	1.915892
Ortanca	0.029861	20.12764	3.610917	0.527393	-1.396614	0.617574	-0.003220	1.403550
Maksimum	0.358983	25.61629	4.158883	4.401328	6214.602	5.824462	-0.000213	18.49695
Minimum	-0.931209	15.09523	1.609437	0.115697	-1461.250	-8.360017	-0.123690	0.137259
Stand. Sap.	0.139971	2.180548	0.591422	0.569895	456.1265	1.071335	0.019030	2.070757
Çarpıklık	-2.872983	0.192798	-1.402419	5.156480	12.46999	-4.635033	-3.596824	4.723334
Basıklık	18.09935	2.528059	4.164102	32.55467	173.1261	50.28192	16.02197	31.53040
Jarque-Bera	2175.055	3.095116	76.85216	8165.299	246374.3	19345.95	1844.337	7526.861
Olasılık	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	4.380029	4009.123	689.2898	119.4491	2663.547	115.9179	-1.747642	383.1785

Top. Kar. Sapması	3.898831	946.2031	69.60630	64.63133	41402231	228.4042	0.072067	853.3195
Göz. Sayısı	200	200	200	200	200	200	200	200

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 1’de sunulmuştur. Firma büyüklüğünü gösteren toplam varlıkların ve firma yaşlarının logaritmaları alınarak gösterilmiştir.

Bağımlı değişken olan aktif karlılığın ortalama değerinin 2.19 olduğu görülmektedir. Bu oran firmaların varlıklarından elde ettikleri karı ölçer. Pozitif bir değer, şirketlerin genel olarak karlı olduklarını gösterir. Ancak maksimum değer 0.35 olması ve minimumun -0.93 olması, sektörün büyük dalgalanmalara sahip olduğunu ve bazı şirketlerin zararda olabileceğini işaret eder. Çarpıklık ve Basıklık katsayıları incelendiğinde AK’nın negatif yönünde daha fazla yoğunlaştığını, yani çoğu şirketin düşük karlılık veya zarar ettiğini gösterir. Aynı zamanda AK’ın uç değerlerden (yüksek ya da düşük karlılıklar) fazlasıyla etkilenmiş olduğunu gösterir, yani genellikle uç değerlerin yoğun olduğu bir dağılım söz konusudur.

Piyasa riskini temsil eden koşullu riske maruz değer ortalaması -0.0087’dir. Bu, şirketlerin finansal risklerini ölçen bir göstergedir. Negatif değer, şirketlerin genellikle kayıp durumunda olduğunu gösterir. Diğer bir bağımsız değişken olan ve finansal sıkıntıyı gösteren faiz karşılama oranının ortalaması 13.32’dir. Bu oran firmaların faiz ödemelerini ne kadar rahat karşılayabildiğini gösterir. 13.32’lik yüksek bir ortalama, çoğu firmanın faiz yükümlülüklerini karşılamakta zorlanmadığını gösterir. Fakat basıklık katsayıları incelendiğinde çok fazla uç değer olduğunu, yani bazı şirketlerin faizlerini ödemekte ciddi sorunlar yaşadığını göstermektedir. Faiz karşılama oranının 1’den düşük olması finansal sıkıntının olduğunu göstermektedir. Veriler incelendiğinde de 200 gözlemin 185’inde FKO’nun 1’in altında olduğu görülmektedir.

Tablo 4. Korelasyon Katsayıları

	AK	lnTV	lnYAŞ	KO	FKO	FKD	KRMD	CO
AK	1							
lnTV	0.320531	1						
lnYAŞ	0.265211	0.566767	1					
KO	-0.550806	-0.087759	0.059503	1				

FKO	-0.080482	-0.043819	0.070440	-0.013285	1			
FKD	0.052531	0.067906	0.048584	-0.063056	0.012707	1		
KRMD	-0.005361	-0.141900	0.107827	0.018825	0.010540	0.020851	1	
CO	0.195955	-0.178292	-0.289001	-0.298009	-0.178682	0.107980	0.096432	1

Korelasyon, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi ölçer ve -1 ile +1 arasında bir değere sahiptir. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde AK ile FKO arasında zayıf bir negatif ilişki (-0.08) bulunmaktadır. Bu, faiz karşılama oranı ile karlılık arasında doğrudan belirgin bir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Yine benzer şekilde AK ile KRMD arasında çok düşük bir negatif ilişki (-0.005) vardır. Bu, şirketin risk profili ile karlılık arasında doğrudan bir ilişki olmadığına işaret eder. Piyasa riski olan KRMD ile finansal sıkıntı olan FKO arasında da 0.01'lik düşük bir pozitif korelasyonun varlığı söz konusudur. Diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları tabloda sunulmuştur.

3.2. Araştırmanın Hipotezleri

Piyasa riski, sistematik riskin bir türüdür ve tüm piyasaları etkileyebilecek genel ekonomik, finansal, politik ya da sosyal faktörlerden kaynaklanan riskleri ifade eder. Sistematik risk, portföyün çeşitlendirilmesiyle tamamen ortadan kaldırılamaz, çünkü tüm piyasaları etkileyen faktörler genellikle tüm varlıkları etkiler. Piyasa riski de bu tür bir risk olup, ekonominin genel yapısını, finansal sistemleri ve piyasalarda meydana gelen dalgalanmaları kapsar. Sonuç olarak piyasa riski, sistematik riskin önemli bir parçasıdır ve tüm piyasaları etkileyen geniş çaplı ekonomik faktörlerden kaynaklanır. Bir firma ya da yatırımcı, piyasa risklerine karşı koruma sağlamak için çeşitlendirme, riskten korunma araçları ve sağlam finansal stratejiler kullanabilir. Ancak, bu risk türü tamamen ortadan kaldırılamaz ve genel piyasa koşullarından bağımsız olarak yönetilmesi gerekir. Bu bakımdan çalışmanın ilk hipotezi;

H1: Piyasa riski firma performansını olumsuz etkilemektedir.

Firma performansını olumsuz etkilen bir başka durum ise finansal sıkıntıdır. Finansal sıkıntı göstergelerinden faiz karşılama oranı, bir firmanın faiz giderlerini ne kadar rahatlıkla ödeyebileceğini gösteren bir finansal göstergedir. Bu oran, firmanın borçlanma düzeyini ve borçlarını ödeme kapasitesini analiz etmek için önemlidir. Faiz karşılama oranının firma performansına olan etkisi, firmanın finansal sağlığı, borçlanma stratejileri ve risk yönetimi açısından büyük önem taşır. Faiz karşılama oranının yüksek olması firmanın faiz ödemelerini karşılama konusunda güçlü bir kapasiteye sahip olduğunu gösterir. Bu durum, firmanın finansal zorluklarla karşılaşma riskinin düşük olduğunu ve kararlılığını sürdürebileceğini gösterir. Eğer faiz karşılama oranı düşükse, firma borçlarını ödeme konusunda zorlanabilir. Bu, likidite sorunlarına yol açabilir ve borçların geri ödenememesi

riski doğurur. Bu durum, firmanın finansal istikrarını tehdit edebilir ve yatırımcı güvenini sarsabilir. Bu bilgiler ışığında çalışmanın ikinci hipotezi;

H2: Düşük FKO firma performansını olumsuz etkilemektedir.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Panel veri analizi, verilerin yatay kesit ve zaman boyutlarını bir araya getirerek değişkenler arasındaki ilişkileri ortaya koymaktadır. Genellikle ekonometrik analizler verilerin ya yatay kesit boyutuyla ya da zaman boyutuyla ilgilenirken, panel veri analizi bu iki boyutu birleştirerek daha güçlü bir analiz ortaya koymaktadır (Albayrak ve Akyol, 2020).

Panel veri analizlerinden dinamik panel veri modelleri bağımlı değişkenin bir önceki dönemine ait gecikmeli değerini modele bağımsız değişken olarak eklemektedir. Çünkü bağımlı değişken kendisinin geçmiş değerlerinden etkilenebilmektedir. Ayrıca, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımsız değişken olarak modele eklenmesi sabit panel veri modellerindeki değişken kalıntı sorununu da çözmektedir (Özevin, 2023: s. 28). Bu çalışmada dinamik panel veri modellerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılmıştır.

Dinamik panel modellerinden GMM (Fark GMM ve Sistem GMM) çalışmada kullanılabilmesi için bazı gereksinimler vardır. Bunlar (Sebki, 2021: s. 16) ;

- Yatay kesitinin (N) zaman boyutundan (T) fazla olması $N > T$,
- Doğrusal bir fonksiyonel ilişkinin olması
- Kendi geçmiş değeri bağımsız değişken olarak ele alınan bağımlı değişken
- Dışsal olmayan bağımsız değişkenler
- Sabit etkiler
- Otokorelasyonun olmaması

Yukarıdaki gereksinimleri sağlayan denklemde hangi GMM modelinin uygun olduğu belirlenir. İlk önce bağımsız değişken olarak bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin katsayısı Havuzlanmış OLS modeli, Sabit Etkili model ve Fark GMM sonuçlarına göre tahmin edilir. Havuzlanmış OLS modeline göre bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin katsayısı üst sınırını, Sabit Etkili modele göre olan katsayısı ise alt sınırı gösterir. Eğer Fark GMM alt sınır olan sabit etkiden büyükse Fark GMM uygun modeldir. Fakat tersi olarak Sabit etki büyük veya eşit ise Sistem GMM tercih edilir (Blundenll vd., 2001). Yapılan testler sonucu çalışmada Fark GMM kullanılması uygun görülmüştür.

Verilerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Arellano-Bond Serial Corelation testi uygulanmıştır. Arellano-Bond GMM (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi) tahminleyicisi kullanılarak yapılan regresyon analizlerinde hata terimlerinin seriye bağıllık (otokorelasyon) durumunu test etmek amacıyla kullanılır. Modelin uygunluğunu test etmek için ise Sargan Testi kullanılmıştır. Sargan Testi, özellikle enstrümantal değişkenler (IV) veya iki aşamalı en küçük kareler (2SLS) gibi yöntemler kullanıldığında uygulanmaktadır. Çalışmada kullanılan bir diğer test ise Wald Testidir. Wald Testi, özellikle regresyon

analizlerinde, belirli parametrelerin sıfır olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılır. Bu test, bir modeldeki katsayıların istatistiksel anlamlılığını test etmek için yaygın olarak kullanılır.

3.4. Araştırmanın Modeli

Araştırmada bağımlı değişken olarak firma performansı AK ile ölçülmektedir. Çalışmada dinamik panel modeli kullanıldığı için bağımlı değişkenin önceki dönem değeri bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Finansal sıkıntıyı temsil eden Faiz Karşılama Oranı (FKO) ve piyasa riskini temsil eden koşullu riske maruz değer (KRMD) çalışmanın temel bağımsız değişkenleridir. Firma performansını etkileyen diğer bağımsız değişkenler olan kontrol değişkenler ise toplam varlıklar (lnTV), kaldıraç oranı (KO), finansal kaldıraç derecesi (FKD), cari oran (CO) ve firma yaşıdır (lnYAŞ). Modelin denklemi aşağıdaki gibidir;

$$AK = \beta_0 + \beta_1(AK_{t-1}) + \beta(FKO)_{i,t} + \beta(KRMD)_{i,t} + \beta(lnTV)_{i,t} + \beta(KO)_{i,t} + \beta(FKD) + \beta(CO)_{i,t} + \beta(lnYAŞ)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4. BULGULAR

Çalışmanın bu bölümünde değişkenlere ait Fark GMM analizi sonuçları sunulmuştur.

Tablo 5. GMM Dinamik Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Stand. Sapma	t-İstatistik	Olasılık
AK(-1)	-0.155997	0.016419	-9.500634	0.0000
lnTV	0.042044	0.006342	6.628995	0.0000
KO	-0.119134	0.009225	-12.91373	0.0000
FKO	-0.000213	1.82E-05	-11.69854	0.0000
FKD	0.014838	0.002064	7.186607	0.0000
KRMD	-4.532576	0.293725	-15.43134	0.0000
CO	0.005029	0.002008	2.503765	0.0134
lnYAŞ	-0.270056	0.096045	-2.811752	0.0056

Finansal sıkıntı ve piyasa riskinin firma performansını ne yönde etkilediğini test etmek için yapılan bu çalışmada piyasa riskini temsil eden KRMD katsayısı negatif ve anlamlıdır. Benzer şekilde finansal sıkıntıyı temsil eden FKO da hem negatif hem de anlamlıdır. Bunun anlamı ise hem finansal sıkıntı hem de piyasa riski firmanın performansını olumsuz yönde etkilemektedir. Aslında faiz karşılama oranının yüksek olması firmanın performansını

olumlu etkilemektedir. Oranın 1'den düşük olması finansal sıkıntının olduğunu göstermektedir. Veriler incelendiğinde de 200 gözlemin 185'inde FKO 1'in altındadır. Bu açıdan düşük FKO'nun varlığı firma değerini olumsuz etkilemektedir. Çalışmada diğer değişkenlerin firma performansını ne yönde etkilediği Tablo 3'te gösterilmiştir. Dikkat çeken bir nokta ise seçilen dönem için firma performansı bir önceki değerinden olumsuz etkilenmiştir.

Otokorelasyon analizi için Arellano-Bond Serial Corelation testi uygulanmıştır. Aşağıda Tablo 4'te sonuçlar verilmiştir.

Tablo 6. Arellano-Bond Oto-Korelasyon Testi Sonuçları

Test Sırası	m-istatistik	rho	SE(rho)	Olasılık
AR(1)	-1.891440	-0.763958	0.403902	0.058565
AR(2)	0.556666	0.079434	0.142697	0.577755

Dinamik Panel Veri Modeli tahmin sonuçlarına göre; modele ilişkin beklentilerin paralelinde % 5 anlamlılık düzeyinde farkı alınmış hata teriminde birinci dereceden serisel korelasyon bulunurken, ikinci dereceden serisel korelasyon bulunmamaktadır. Teoride birinci aşamada oto-korelasyona önem atfedilmezken, ikinci aşamada oto-korelasyon olmaması önem taşımaktadır (Arellano & Bond, 1991). Bu nedenle, modele oto-korelasyon sorunu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 7. Sargan ve Wald Testi Sonuçları

	Değer	Olasılık
Sargan Testi	16.33435	0.5002
Wald Testi	19561.01	0.0000

Sargan test sonucu incelendiğinde, test istatistik değerinin 16,33435 olduğu görülmektedir. Olasılık değerinin 0,05'ten büyük olmasından dolayı teste ait temel hipotez reddedilememekte ve modelde kullanılan araç değişkenlerin içsellik sorunu içermediği ve geçerli olduğu görülmektedir. Modeldeki katsayıların anlamlılığın incelenmesi için ise Wald testi uygulanmıştır. Sonuçlara göre modeldeki katsayılar bütün olarak anlamlıdır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüz piyasa ekonomisinde ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, sahip olduğu firmaların gücüne bağlıdır. Firmaların güçlü finansal yapıları ekonominin itici gücü durumundadır. Firma yöneticilerinin almış olduğu kararlar firmanın gücünü olumlu veya olumsuz

etkileyebilmektedir. Ekonominin genel durumu da firmaları doğrudan etkileyebilmektedir. Piyasa riski olarak bilinen enflasyon ve faiz oranları, döviz kurları ve hisse senedi piyasasında yaşanan hareketlilik firmaların performansını etkilemektedir. Hisse senedi piyasasında yaşanan düşüşlerde firmaların buna paralel olarak piyasa değeri düşmektedir. Piyasa değerinin düşmesinde ise firma istediği dış kaynağı bulma konusunda sıkıntı yaşayabilmekte ya da yüksek borçlanma oranıyla dış kaynağa erişebilmektedir. Böyle durumlarda ise geri ödeyememe riski doğmakta ve firmalar finansal sıkıntı yaşamaktadır.

Küresel veya yerel krizler neticesinde Türkiye’de birçok firma faaliyetlerini durdurmak zorunda kalmıştır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) verilerine göre Türkiye’de son on yılda yaklaşık 170 bin firma kapanmıştır (TOBB, 2024). Bu kapanmaların nedeni hiç şüphesiz çok çeşitli olabilmekte beraber temel olarak ya ekonominin genel konjonktürü gereği ya da firmaların zayıf finansal durumlarından kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı piyasa riskinin ve finansal sıkıntının firmaların performansına olan etkilerini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda 2015-2022 yılları arasında Borsa İstanbul’da kayıtlı BİST Gıda, İçecek endeksinde yer alan firmalar çalışmada ele alınmıştır. Firma performansı aktif karlılıkla (AK), piyasa riski koşullu riske maruz değerle (KRMD) ve finansal sıkıntı ise faiz karşılama oranı (FKO) ile temsil edilmiştir. Dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile analiz edilmiştir. Verilerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Arellano-Bond Serial Correlation testi uygulanmıştır. Modelin uygunluğunu test etmek için ise Sargan Testi kullanılmıştır. Sargan Testi, özellikle enstrümantal değişkenler (IV) veya iki aşamalı en küçük kareler (2SLS) gibi yöntemler kullanıldığında uygulanmaktadır. Çalışmada kullanılan bir diğer test ise Wald Testidir. Wald Testi, özellikle regresyon analizlerinde, belirli parametrelerin sıfır olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılır. Modeldeki katsayıların anlamlı olduğu görülmüştür. Analiz sonuçlarına göre hem piyasa riski hem de finansal sıkıntı firma performansını olumsuz etkilemektedir. Bu sonuçlar Vo’nun (2023) yapmış olduğu çalışmayla benzer sonuçları vermiştir. Aynı zamanda finansal sıkıntının firma performansı üzerindeki negatif etkisini gösteren Madhushani ve Kawshala (2018) Zehri ve Mbarek (2016) çalışmalarıyla da benzerdir. Aslında faiz karşılama oranının yüksek olması firmanın performansını olumlu etkilemektedir. Oranın 1’den düşük olması finansal stresin olduğunu göstermektedir. Veriler incelendiğinde de 200 gözlemin 185’inde FKO 1’in altındadır. Bu açıdan düşük FKO’nun varlığı firma değerini olumsuz etkilemektedir. Çalışmada firma performansını etkilediği düşünülen diğer kontrol değişkenlerden finansal kaldıraç derecesi, toplam varlıklar ve cari oran firma performansını olumlu etkilerken bağımlı değişkenin gecikmeli değeri, kaldıraç oranı ve firma yaşı ise firma performansını olumsuz etkilemektedir.

Türkiye’de firma performansını etkileyen değişkenler üzerine yapılan çalışmalar olmakla beraber piyasa riskinin finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışma yoktur. Bu açıdan bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışmanın literatüre diğer bir katkısı ise hem piyasa riskinin hem de finansal sıkıntının aynı anda firma performansına etkisini incelemesidir. Bu çalışmada 2015-2022 yılları arasında Borsa

İstanbul’da kayıtlı BİST Gıda, İçecek endeksinde yer alan firmalar ele alınmıştır. 2024 yılı itibariyle bu endekste 47 firma bulunmasına rağmen belirtilen yıllar arasında sürekli faaliyet gösteren 25 firma çalışmada ele alınmıştır. İncelenen firma sayısının az olması çalışmanın kısıtlarındandır. Ayrıca firma performansı olarak sadece aktif karlılığı ele alınmıştır. Finansal sıkıntının ve piyasa riskinin firma performansını gösteren diğer karlılık ve performans göstergeleri üzerine de etkileri incelenebilir. Borsa İstanbul’da kayıtlı olan daha fazla firma üzerinde bu çalışmanın yapılması diğer araştırmacılara önerilmektedir. Ayrıca düşük faiz karşılama oranı ve piyasa riskinin varlığı firmaların performanslarını olumsuz etkilediği için hem politika yapıcıların hem de firma yöneticilerinin genel kabule uygun oranlar yakalamaları konusunda faaliyette bulunmaları önerilmektedir.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Makalenin tüm süreçlerinde Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi'nin araştırma ve yayın etiği ilkelerine uygun olarak hareket edilmiştir.

Yazarların Makaleye Katkı Oranları

Yazarlar çalışmaya eşit oranda katkı sağlamıştır.

Çıkar Beyanı

Yazarın herhangi bir kişi ya da kuruluş ile çıkar çatışması yoktur.

KAYNAKÇA

- Akan, N. B. (2007). Piyasa riski ölçümü. *Bankacılar Dergisi*, 61(59), 59-65.
- Albayrak, T. & Akyol, Mç (2020). Ulusal Varlık Fonları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Panel GMM Analizi. *The Journal Of International Scientific Researches*, 5 (3), pp.368-380.
- Alparslan, A. & Aygün, M. (2013). Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), 435-448.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The journal of finance*, 53(5), 1443-1493. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The quarterly journal of economics*, 109(3), 625-658. <https://doi.org/10.2307/2118416>
- Aygün, M. (2012). Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Ege Academic Review*, 12(2).
- Ayhan, O., & Alabay, M.N (2011). Kobi’lerde Entelektüel Sermayenin Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (14), 249-268.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27-48. DOI: 10.1257/jep.9.4.27
- Blundell, R., Bond, S., & Windmeijer, F. (2001). Estimation in dynamic panel data models: improving on the performance of the standard GMM estimator. *Nonstationary panels, panel cointegration, and dynamic panels*, 53-91. [https://doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15003-0](https://doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15003-0)
- Fan, J., Huang, J., & Zhu, N. (2008). Financial distress without bankruptcy: the case of China.
- Filik, A., İskenderoğlu, Ö., & Akdağ, S. (2021). Piyasa riski ölçümü olarak riske maruz değer: Finansal yatırım araçları üzerine bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(4), 1190-1201. <http://doi.org/10.25287/ohuiibf.837953.1>

- Geng, R., Bose, I., & Chen, X. (2015). Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining. *European Journal of Operational Research*, 241(1), 236-247. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2014.08.016>
- Giannopoulos, K., & Tunaru, R. (2005). Coherent risk measures under filtered historical simulation. *Journal of Banking & Finance*, 29(4), 979-996. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.08.009>
- Gökçe, K. D., & Kıyılar, D. M. (2017). Piyasa Riskine Yönelik Erken Uyarı Sistemleri ve Piyasa Riskinin Tahminlenmesi–Türkiye Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi*
- Hax, H. (2003). Measuring the firm's performance: accounting profit versus market value. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)/Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft*, 159(4), 675-682.
- Isibor, O. N., Ofor, T. N., & Sunday, D. (2024). Market Risk and Firm Financial Performance of Agricultural and Oil and Gas Firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Financial Management*, 10, 189-218. DOI: 10.56201/jafm.v10.no4.2024.pg189.218
- Kalash, I. (2023). The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk and currency crisis. *EuroMed Journal of Business*, 18(1), 1-20. <https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056>
- Karacaer, S. & Aygün, M. (2009). Entellektüel sermayenin firma performansı üzerindeki etkisi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27(2), 127-140.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., & Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (17), 100-119.
- Madhushani, I. K. H. H., & Kawshala, B. H. (2018). The impact of financial distress on financial performance. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 8(2), 393-405.
- Mahmood, Y., Rizwan, M. F., & Rashid, A. (2018). Exploring the relationship between financial distress, financial flexibility, and firm performance: empirical evidence from Pakistan stock exchange. *NICE Research Journal*, 1-16. <https://doi.org/10.51239/nrjss.v0i0.68>
- Muriithi, J. G., Muturi, W. M., & Waweru, K. M. (2016). The effect of market risk on financial performance of commercial banks in Kenya. *Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 225-233. doi: 10.11648/j.jfa.20160404.18
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of finance*, 49(3), 1015-1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Özevin, O. (2023). Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin İngiltere Firmalarının Nakit Tutma Oranına Etkisi: Gmm Dinamik Panel Veri Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (100), 19-38. <https://doi.org/10.25095/mufad.1315633>
- Powell, R. J., Vo, D. H., & Pham, T. N. (2018). Economic cycles and downside commodities risk. *Applied economics letters*, 25(4), 258-263. <https://doi.org/10.1080/13504851.2017.1316818>
- Rockafellar, R. T., & Uryasev, S. (2000). Optimization of conditional value-at-risk. *Journal of risk*, 2, 21-42.
- Sebki, W. (2021). Education and economic growth in developing countries: empirical evidence from GMM estimators for dynamic panel data. *Economics and Business*, 35(1), 14-29. <https://doi.org/10.2478/eb-2021-0002>
- Taş, O., & İltüzer, Z. (2008). Monte Carlo Simulasyon Yöntemi İle Riske Maruz Değerin İMKB30 Endeksi ve Dibs Portföyü Üzerinde Bir Uygulaması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(1), 67-87.
- TOBB (2024). <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>
- Ünlü, U., Yalçın, N., & Yağlı, İ. (2017). Kurumsal yönetim ve firma performansı: topsis yöntemi ile bist 30 firmaları üzerine bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 63-81. <https://doi.org/10.16953/deusbed.09673>
- Vo, D. H. (2023). Market risk, financial distress and firm performance in Vietnam. *PloS one*, 18(7), e0288621. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0288621>

- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>
- Widarwati, E., & Sartika, D. (2019). Cost of financial distress and firm performance. *The Indonesian Capital Market Review*, 10(2), 2. DOI: 10.21002/icmr.v10i2.10831
- Worldbank(2024). <https://www.worldbank.org/tr/country/turkey/overview>
- Zehri , F., & Mbarek , N. (2016). Banks' Performance in KSA during Financial Distress: A Comparative Study Islamic and Conventional Banks. *Arabian J Bus Manag Review*.