



T.C.
TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE FİNANSAL GEVŞEKLİK
UNSURLARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST SİNAI ENDEKSİ
ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Emrah ŞAHİN

İşletme Anabilim Dalı
Doktora Tezi

Danışman
Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA

Tokat-2020

**FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE FİNANSAL GEVŞEKLİK
UNSURLARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST SİNAİ ENDEKSİ
ÖRNEĞİ**

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 20/01/2020

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

İmzası

Başkan : Prof. Dr. Nevzat AYPEK

Üye : Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA

Üye : Doç. Dr. Türker ŞİMŞEK

Üye : Dr. Öğr. Üyesi İlkut Elif KANDİL GÖKER

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Mustafa GÜL

(Handwritten signatures of the jury members)

Bu tez, Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 02/01/2020 tarih ve 01-D sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Enstitü Müdürü: **Prof. Dr. İlhan EROĞLU**
Enstitü Müdürü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA danışmanlığında hazırlamış olduğum “FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE FİNANSAL GEVŞEKLIK UNSURLARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST SİNAİ ENDEKSİ ÖRNEĞİ” adlı Doktora tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

20/01/2020

Emrah ŞAHİN



FINANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE FINANSAL GEVŞEKLİK UNSURLARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST SİNAİ ENDEKSİ ÖRNEĞİ

ÖZET

Bu araştırmanın amacı, BİST Sınai Endeksinde yer alan 110 firmanın 2008 krizi boyunca finansal gevşekliklerinin finansal performanslarına olan etkisini incelemektir. Bu kapsamda araştırma dönemi; 2005-2007 yılları kriz öncesi dönem, 2008-2009 yılları kriz dönemi, 2010-2014 yılları ise kriz sonrası dönem olmak üzere üç bölüme ayrılmıştır. Her üç dönem ve tüm dönem (2005-2014) için firmaların finansal gevşeklikleri ile performansları arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiştir. Ayrıca kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi performans değişkenleri arasındaki ilişki de incelenmiştir. Araştırmanın amacı ve veri seti doğrultusunda veriler, Panel Veri Analiz modellerinden FGLS modeli ile analiz edilmiştir.

Araştırma sonuçlarına göre, ele alınan tüm dönemlerde (kriz öncesi, kriz sırası, kriz sonrası, tüm dönem ve kriz öncesi ile kriz dönemi ilişkisi) mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bu çıktı, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması performansı artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltması şeklinde yorumlanabilmektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında; kriz döneminde ve tüm dönemde U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bu sonuca göre, geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması performansı azaltmakta, belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır. Potansiyel gevşeklik ile performans arasında; kriz öncesi dönemde ve tüm dönemde ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bu sonuç, borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artmasının (potansiyel gevşekliğin azalmasının) performansı artırdığını, belli bir seviyeden sonra ise azalttığını göstermektedir. Kriz döneminde ise U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bu sonuç ise, borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artmasının (potansiyel gevşekliğin azalmasının) performansı azalttığını, belli bir seviyeden sonra ise artırdığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gevşeklik, BİST, Mevcut Gevşeklik, Geri Kazanılabilir Gevşeklik, Potansiyel Gevşeklik, FGLS.

THE EFFECT OF FINANCIAL SLACK COMPONENT ON FIRM PERFORMANCE DURING THE FINANCIAL CRISIS PERIOD: EXAMPLE OF BIST INDUSTRIAL INDEX

ABSTRACT

The main purpose of the research is to highlight the possible impact of financial slack on the financial performance of 110 companies listed in the Borsa İstanbul Industrial Index during the 2008 Financial Crisis. In this context, the research period, which is called main period between 2005-2014, are categorized into three sub-periods which are pre-crisis period: 2005-2007, crisis period: 2008-2009 and post-crisis period: 2010-2014. In order to achieve the purpose of the research, the relationship between financial slack and firm performance is analysed in more detail both linearly and curvilinearly. The relationship between pre-crisis slack types and crisis-period performance variables are also be investigated by one of the well-known Panel Data Analysis model, namely FGLS.

According to the outcomes, an inverse U-shaped curvilinear relationship is figured out between the available slack and firm performance for all periods (pre-crisis, crisis period, post-crisis, main-period and, pre-crisis and crisis-period relationship). This output can be interpreted as while the existing slack causes a performance increase up to a certain level, above that level, it effects firm's performance negatively. However, U-shaped curvilinear relationship is found between recoverable slack and performance in the crisis and the main period. It can be claimed that recoverable slack causes a performance decreases up to a certain level, above that level, increase in company performance can be seen. Furthermore, a inverse U-shaped curvilinear relationship is observed between potential slack and performance in the pre-crisis and the main period. This finding demonstrates that while the relative increase in borrowing up to a certain level (decrease in potential slack) rises up the firm performance, the performance drops after a certain level. Additionally, U-shaped curvilinear relationship is figured out in the crisis period. It should also, be noted that while increasing the borrowing to a certain level (decreasing potential slack) drops the performance, the performance increases after a certain level.

Key Words: Financial Slack, BİST, Available Slack, Recoverable Slack, Potential Slack, FGLS.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

Bilimsel Etik Sayfası.....	i
Özet.....	ii
Abstract.....	iii
İçindekiler.....	iv
Tablolar Listesi	viii
Grafikler Listesi	x
Şekiller Listesi	xi
Kısaltmalar.....	xii
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: FİNANSAL KRİZLER	4
1.1. KRİZ KAVRAMI.....	4
1.2. EKONOMİK VE FİNANSAL KRİZ KAVRAMI	5
1.3. FİNANSAL KRİZ	6
1.3.1. Finansal Kriz Türleri.....	8
1.3.1.1. Sistematik Finansal Krizler.....	8
1.3.1.2. Dış Borç Krizleri.....	10
1.3.1.3. Bankacılık Krizleri.....	11
1.3.1.4. Para Krizleri.....	12
1.3.1.5. İkiz Krizler.....	13
1.3.2. Finansal Kriz Modelleri	15
1.3.2.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri	15
1.3.2.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	16
1.3.2.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	17
1.3.3. Finansal Krizlerin Nedenleri.....	18
1.3.4. 2008 Finansal Krizi.....	22
1.3.4.1. 2008 Finansal Krizin Gelişimi.....	22
1.3.4.2. 2008 Finansal Krizin Türkiye'ye Etkisi	27

BÖLÜM 2: FİNANSAL GEVŞEKLİK.....	32
2.1. GEVŞEKLİK VE ÖRGÜTSEL GEVŞEKLİK	32
2.2. GEVŞEKLİK KAYNAKLARI	37
2.3. GEVŞEKLİK TÜRLERİ.....	39
2.3.1. Mevcudiyet Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri.....	40
2.3.1.1. Mevcut Gevşeklik	40
2.3.1.2. Geri Kazanılabılır Gevşeklik	40
2.3.1.3. Potansiyel Gevşeklik.....	41
2.3.2. Emilim Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri.....	41
2.3.3. Yayılım Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri.....	41
2.3.4. Takdir Yetkisi Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri.....	42
2.3.5. Kaynak Mevcudiyeti / Kaynak Talebi: Geçici Gevşeklik	42
2.3.6. Kaynak Türüne Göre Gevşeklik Türleri	42
2.4. GEVŞEKLİK VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ	45
2.4.1. Gevşekliğin Olumlu Etkisinin Olduğunu Savunan Görüş.....	46
2.4.1.1. Gevşekliğin Yenilikler Üzerine Olumlu Etkisi.....	52
2.4.1.2. Gevşekliğin Risk Algısı Üzerine Olumlu Etkisi.....	53
2.4.2. Gevşekliğin Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunan Görüş.....	54
2.5. FİNANSAL GEVŞEKLİK	57
2.5.1. Gevşekliğin Ölçümünde Kullanılan Oranlar	62
2.5.1.1. Mevcut Gevşeklik	62
2.5.1.2. Geri Kazanılabılır Gevşeklik	64
2.5.1.3. Potansiyel Gevşeklik.....	65
 BÖLÜM 3: LİTERATÜR TARAMASI	 68
 BÖLÜM 4: BİST SİNAİ ENDEKSİNDE YER ALAN FİRMALARIN PANEL VERİ İLE ANALİZİ.....	 97
4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	97
4.2. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	98
4.2.1. Panel Veri Analizi.....	98

4.2.1.1. Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) Modeli.....	101
4.3. ARAŞTIRMA DÖNEMİ VE KULLANILAN VERİ SETİ.....	102
4.4. ARAŞTIRMANIN MODELLERİ.....	104
4.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ.....	108
4.6. BULGULAR.....	109
4.6.1. Kriz Öncesi Dönem (2005-2007)	113
4.6.1.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni.....	114
4.6.1.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni.....	117
4.6.1.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni	120
4.6.1.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni	123
4.6.1.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni	125
4.6.2. Kriz Dönemi (2008-2009)	128
4.6.2.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni.....	128
4.6.2.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni.....	131
4.6.2.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni	134
4.6.2.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni	137
4.6.2.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni	140
4.6.3. Kriz Sonrası Dönem (2010-2014).....	142
4.6.3.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni.....	142
4.6.3.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni.....	145
4.6.3.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni	148
4.6.3.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni	151
4.6.3.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni	154
4.6.4. Tüm Dönem (2005-2014)	157
4.6.4.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni.....	157
4.6.4.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni.....	160
4.6.4.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni	163
4.6.4.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni	166
4.6.4.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni	169
4.6.5. Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi Performans Arasındaki İlişki .	172
4.6.5.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni.....	173

4.6.5.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni.....	176
4.6.5.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni	179
4.6.5.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni	183
4.6.5.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni	186
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	190
KAYNAKLAR	202
ÖZGEÇMİŞ	219



TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	Sayfa
Tablo 1.1: Kriz Öncesi ve Sonrası Makroekonomik Göstergeler.....	28
Tablo 1.2: Kriz Öncesi ve Sonrası Sektörlerin Büyüme Oranları	29
Tablo 1.3: Kriz Öncesi ve Sonrası Kurulan ve Kapanan Şirket ve Kooperatif Sayıları .	30
Tablo 1.4: Merkezi Yönetim Bütçesi.....	31
Tablo 3.1: Gevşeklik Türleri İle Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Özeti.....	93
Tablo 4.1: Değişkenler ve Değişkenlerin Açıklamaları.....	104
Tablo 4.2: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi.....	109
Tablo 4.3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	110
Tablo 4.4: Homojenlik Test Sonuçları.....	111
Tablo 4.5: Değişkenler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları	112
Tablo 4.6: Tüm Değişkenler İçin İkinci Nesil Birim Kök Testleri.....	113
Tablo 4.7: Kriz Öncesi Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	114
Tablo 4.8: Kriz Öncesi Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	117
Tablo 4.9: Kriz Öncesi Dönemde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	120
Tablo 4.10: Kriz Öncesi Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	123
Tablo 4.11: Kriz Öncesi Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	126
Tablo 4.12: Kriz Döneminde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	129
Tablo 4.13: Kriz Döneminde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	132
Tablo 4.14: Kriz Döneminde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları .	135
Tablo 4.15: Kriz Döneminde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları .	138
Tablo 4.16: Kriz Döneminde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları	141

Tablo 4.17: Kriz Sonrası Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	143
Tablo 4.18: Kriz Sonrası Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	146
Tablo 4.19: Kriz Sonrası Döneminde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	149
Tablo 4.20: Kriz Sonrası Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	152
Tablo 4.21: Kriz Sonrası Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	155
Tablo 4.22: Tüm Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları...	158
Tablo 4.23: Tüm Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları...	161
Tablo 4.24: Tüm Dönemde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları ...	164
Tablo 4.25: Tüm Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları....	167
Tablo 4.26: Tüm Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	170
Tablo 4.27: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	174
Tablo 4.28: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	177
Tablo 4.29: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	180
Tablo 4.30: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	184
Tablo 4.31: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları.....	187
Tablo 4.32: Gevşeklik Türleri İle Performans Değişkenleri Arasındaki İlişkinin Özeti.....	189

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik No</u>	<u>Sayfa</u>
Grafik 1.1: ABD Gösterge Faiz Oranları.....	23
Grafik 4.1: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki.....	116
Grafik 4.2: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki.....	119
Grafik 4.3: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki	122
Grafik 4.4: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki.....	125
Grafik 4.5: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle Tobin Q Arasındaki İlişki ...	128
Grafik 4.6: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki	131
Grafik 4.7: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki.....	134
Grafik 4.8: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki	137
Grafik 4.9: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki.....	140
Grafik 4.10: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki.....	145
Grafik 4.11: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki.....	148
Grafik 4.12: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki	151
Grafik 4.13: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki.....	154
Grafik 4.14: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle Tobin Q Arasındaki İlişki	157
Grafik 4.15: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki	160
Grafik 4.16: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki	163
Grafik 4.17: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki	166
Grafik 4.18: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki	169
Grafik 4.19: Tüm Dönemde Mevcut Gevşeklik İle Tobin Q Arasındaki İlişki.....	172
Grafik 4.20: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi NKM Arasındaki İlişki	176
Grafik 4.21: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi BKM Arasındaki İlişki	179
Grafik 4.22: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROA Arasındaki İlişki	182
Grafik 4.23: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROE Arasındaki İlişki	186

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil No**Sayfa**

Şekil 1.1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması.....	6
Şekil 2.1: Kaynak Emilimi ve Kaynak Nadirliği Matrisi	44



KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AIG: AIG Sigorta Şirketi (American International Group)

Akt.: Aktaran

AR&GE: Araştırma ve Geliştirme

BİST: Borsa İstanbul

BKM: Brüt Kar Marjı

Bkz: Bakınız

BO: Toplam Borçların Özkaynaklara Oranı

CO: Cari Oran

DOI: Yenilik Yayılımı (Diffusion of Innovation)

EKK: En Küçük Kareler

ERM: Döviz Kuru Mekanizması (The European Exchange Rate Mechanism)

FED: ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)

FGLS: Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square)

GKG: Geri Kazanılabılır Gevşeklik

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

HML: Hiyerarşik Lineer Model (Hierarchical Linear Model)

ICT: Bilgi ve İletişim Teknolojileri (Information and Communications Technology)

IMF: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

IT: Bilgi Teknolojileri (Information Technology)

KVYK: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

LR: Olabilirlik Oranı

MG: Mevcut Gevşeklik

NKM: Net Kar Marjı

OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Teşkilatı (The Organisation for Economic Co-operation and Development)

OLS: Sıradan En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares)

PG: Potansiyel Gevşeklik

ROA: Varlıkların Kazanma Gücü

ROE: Özkaynakların Kazanma Gücü

SGA: Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları (Selling, General and Administrative Expences)

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

vd.: ve Diğerleri

GİRİŞ

Küreselleşen dünyanın nihai bir sonucu olarak ortaya çıkan yoğun rekabet ortamı, işletmeleri oldukça zorlamaktadır. Böylesi bir ortamda işletmelerin varlıklarını sürdürebilmesi ise çalışma sermayesi olarak isimlendirilen dönen varlıklarının doğru bir şekilde yönetilmesine bağlıdır. Bir işletmenin faaliyete başlayabilmesi, faaliyetlerini sürdürebilmesi için olmazsa olmaz bir unsur olan çalışma sermayesi, işletmenin amaçlarına ulaşmasında önemli bir yere sahiptir. Bu anlamda her işletmenin kendisi için gerekli olan çalışma sermayesi düzeyini doğru bir şekilde belirlenmesi hayati öneme sahiptir. İşletme şartlarına uygun olarak belirlenmeyen çalışma sermayesi düzeyi günlük faaliyetlerin sürdürülmesinde sorunlara, üretimde aksamalara, siparişlerin zamanında teslim edilememesine ve ödemelerin gecikmesine neden olabilmektedir. Bununla beraber özellikle beklenilmedik durumlar karşısında mücadele edebilmek için çalışma sermayesinin gerekli seviyenin biraz üzerinde tutularak, yedek kaynakların bulundurulması gerekmektedir. Sistematik risk olarak tanımlanan, firmanın müdahale edemediği dış çevre kaynaklı faktörlerin bulunması firmaları buna zorlamaktadır. Beklenilmeyen bir durumla karşılaşıldığında, firmalar ya iç fonlarıyla ya da dışarıdan kaynak bulmak suretiyle bu şoklarla mücadele edebilir. Gerekenin üzerinde çalışma sermayesi bulundurulması ve dışarıdan kaynak bulma kabiliyeti ise finansal gevşeklik olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla özellikle dış çevre kaynaklı şokların önlenmesinde finansal gevşekliğin önemi oldukça büyüktür. Bununla birlikte dış çevrenin sunduğu fırsatlardan faydalanabilmek için de yine finansal gevşekliğin biriktirilmesinin önemi büyüktür.

Finansal gevşeklik, kendi içerisinde farklı türlere ayrılmıştır. Literatürde en çok kullanılan gevşeklik sınıflandırması, mevcudiyet düzeyine göre yapılmış sınıflandırmadır. Mevcudiyet düzeyine göre gevşeklik türleri; mevcut gevşeklik (available slack), geri kazanılabilir gevşeklik (recoverable slack) ve potansiyel gevşeklik (potential slack)'tir. Mevcut gevşeklik, firma içerisinde hazırda bulunan ve henüz herhangi bir ödeme için taahhüt edilmemiş likit varlıkları temsil etmektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik, firma içerisinde kullanılmış ancak ihtiyaç anında yeniden dağıtılabilir veya geri kazanılabilir kaynaklardır. Potansiyel gevşeklik ise firmanın borç

veya özkaynaklarını artırmak suretiyle dışarıdan kaynak bulma kabiliyetini oluşturmaktadır.

Finansal gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisi noktasında temelde iki karşıt görüş bulunmaktadır. Davranışsal teoriyi (örgütsel teori) benimseyen araştırmacılar, finansal gevşekliğin firma performansı üzerine olan etkisinin olumlu yönde olduğunu, finansal gevşekliğin, çevrenin sunduğu fırsatlardan faydalanılması noktasında kaynak sağlayacağını, firmanın yenilik ve risk algısını artıracığını ve çevresel türbülanslara karşı firmayı koruyacağını iddia etmektedir. Kaynak temelli teoriyi benimseyen araştırmacılar ise finansal gevşekliğin, yöneticilerin kendi çıkarlarına bağlı olarak kullanılarak vekalet problemlerine yola açabileceğini, risk almayı engellediğini, performansa zarar verdiğini, verimsizliklerin kaynağı olduğunu ve yeniliklerde projelerin yürütülmesi noktasında disiplinsizliklere yol açarak yenilik çıktılarının azalabileceğini iddia etmektedir. Literatürde bu çelişkiyi destekleyen birçok araştırmaya rastlamak mümkündür. Son dönemlerde ise araştırmaların daha çok kriz dönemleri üzerine yoğunlaştığı, finansal gevşekliğin kriz dönemlerinde firma performansını nasıl ve hangi yönde etkilediğini belirlemeye yönelik olarak yoğunlaştığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte literatür taramasında finansal gevşeklik kavramına Türk Finans Literatüründe rastlanılmamıştır. Yerli literatürde finansal gevşeklik kavramına rastlanılmaması ve mevcut literatürde kriz döneminde finansal gevşekliğin firma performansını nasıl etkilediğine yönelik olarak henüz bir fikir birliğine varılamamış olması bu araştırmanın yapılmasında temel belirleyici etken olmuştur.

Araştırmanın amacı, finansal gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisini çeşitli dönemler itibariyle (kriz öncesi, kriz dönemi, kriz sonrası ve tüm dönem) araştırmaktır. Bu anlamda BİST Sınai Endeksinde yer alan veri devamlılığı olan 110 firmanın 2005-2014 yılları arasındaki çeyrek dönem mali verileri ele alınmıştır. Araştırma dönemi; 2005-2007 yılları arası kriz öncesi dönem, 2008-2009 yılları kriz dönemi, 2010-2014 yılları arası ise kriz sonrası dönem olarak üzere üçe ayrılmıştır. Her üç dönem ve tüm dönem için firmaların finansal gevşeklikleri ile performansları arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiştir. Ayrıca kriz öncesi dönemdeki finansal gevşekliklerin kriz dönemindeki performansa olan etkileri de incelenmiştir.

Dört bölümden oluşan araştırmanın birinci bölümünde kriz kavramı, ekonomik ve finansal krizler, finansal kriz türleri, finansal kriz modelleri, finansal krizlerin nedenleri, 2008 finansal krizi ve 2008 finansal krizinin Türkiye'ye olan etkisi gibi konulara yer verilmiştir.

İkinci bölüm finansal gevşeklik bölümünü oluşturmaktadır. Bu bölümde gevşeklik ve örgütsel gevşeklik kavramları anlatılmış, gevşeklik kaynakları, gevşeklik türleri, gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiden bahsedilmiştir. Gevşekliğin firma performansına olumlu etkisinin ve olumsuz etkisinin olduğunu iddia eden görüşlere yer verilmiştir. Son olarak ise finansal gevşeklik kavramı üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde ise gevşeklik ve finansal gevşeklik üzerine yapılmış araştırmalar ve elde edilen bulgulardan bahsedilmiştir. Bölümün sonunda ise gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik olarak yapılan araştırmaların özeti tablo halinde sunulmuştur.

Araştırmanın son bölümünde, kriz döneminde finansal gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere bir panel veri analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçları değerlendirilerek araştırma sonlandırılmıştır.

BÖLÜM 1

FİNANSAL KRİZLER

Bu bölümde kriz kavramı, ekonomik ve finansal kriz kavramları, finansal kriz türleri, finansal kriz modelleri, 2008 finansal krizi, 2008 finansal krizinin gelişimi ve Türkiye üzerindeki etkisi gibi konular ele alınmıştır.

1.1. KRİZ KAVRAMI

Kriz kelimesinin etimolojik kökeni Yunanca “krisis” kelimesine dayanmakla birlikte daha çok tıp bilimlerinde yaygın olarak kullanılmakta ve “*aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi*” veya “*hastalığın çok ileri bir safhaya ulaşması*” anlamlarına gelmektedir. Sosyal bilimlerde ise kriz daha çok “*buhran*”, “*bunalım*”, “*aniden meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme*” ve “*büyük sıkıntı*” gibi kelimeler ile aynı anlamda kullanılmaktadır (Aktan ve Şen, 2001: 1226). Türk Dil Kurumu sözlüğüne göre ise ekonomik anlamda kriz: “*Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran*” olarak tanımlanmıştır (Türk Dil Kurumu, 2018).

Gerçekleşen herhangi bir durumu kriz olarak değerlendirebilmek için öncelikle krizin temel özelliklerinin bilinmesi gerekmektedir (Aktan ve Şen, 2001: 1225-1226):

✓ Krizin önceden bilinmeyen ve öngörülemeyen bazı durumların; mikro düzeyde işletmeleri, makro düzeyde ise devleti önemli ölçüde etkileyebilecek sonuçlarının olması gerekir. Ani ve beklenmedik bir anda meydana gelen olumsuz gelişmeleri kriz olarak değerlendirmek daha doğru olacaktır. Dolayısıyla normal bir süreç içerisinde gerçekleşen her sorun ve rutin gelişmeler kriz değildir.

✓ Önceden bilinmemesi, tahmin edilememesi ve bir anda ortaya çıkması krizlerin en belirgin özelliğidir.

✓ Bireyler ve organizasyonlar için hem bir tehdit ve tehlike, hem de yeni fırsatlar oluşturmaktadır.

✓ Kısa ya da uzun süreli olabilirler. Krizin süresi, bireylerin ve organizasyonların krize karşı koyabilecekleri tedbirlerin zamanında alınıp alınmamasına ve bunların doğru bir şekilde uygulanmasına bağlı olarak değişmektedir.

✓ Krizler bir bulaşıcı hastalık gibi yayılma etkisi göstermektedir. Herhangi bir sektörde meydana gelen bir kriz diğer sektörleri de etkileyebilme özelliğine sahiptir.

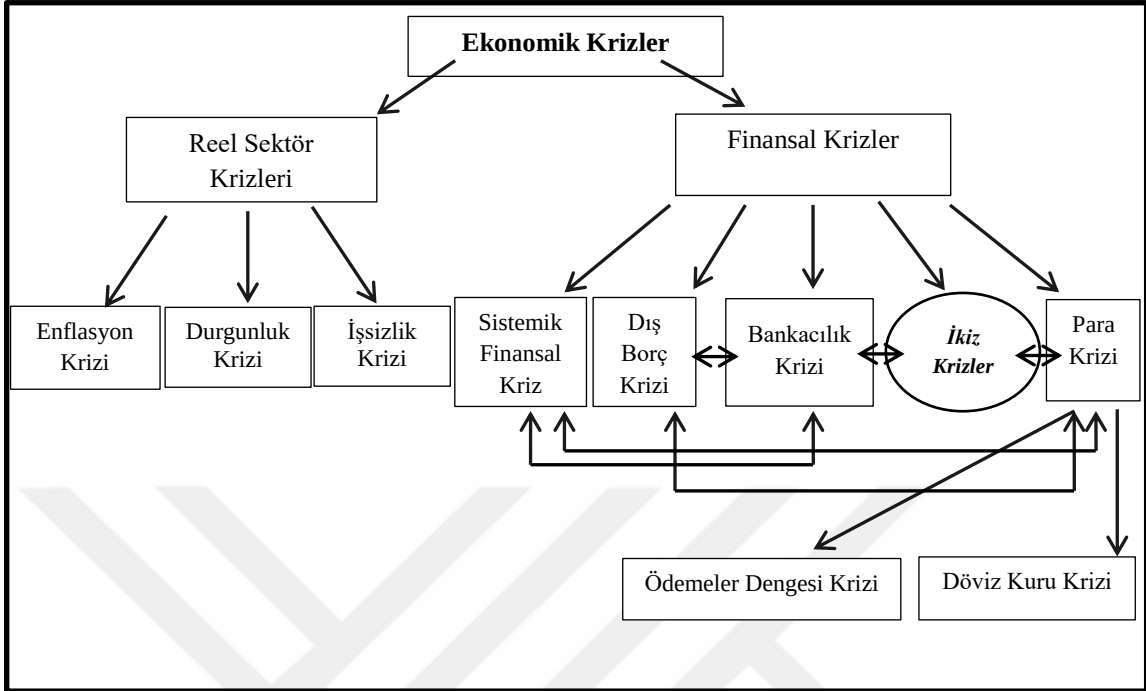
1.2. EKONOMİK VE FİNANSAL KRİZ KAVRAMI

Kriz ifadesi, 20.yy'ın sonlarında özellikle 1990'lı yıllardan sonra sermaye hareketlerinin yoğunlaşmasıyla birlikte küreselleşmenin, finansal serbestleşmenin ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının etkisine bağlı olarak günlük hayatta sıklıkla duyduğumuz ve gelecekte de duymaya devam edeceğimiz önemli bir kavramdır. Kriz ifadesi, ekonomik kriz, mali kriz, finansal kriz, döviz krizi, para krizi, politik kriz, hükümet krizi vb. şekillerde kullanılmaktadır (Şentürk, 2013: 5).

Ekonomi literatüründe kriz, ülke ekonomisini önemli ölçüde sarsacak ani ve beklenmedik bir durumda ortaya çıkan genel olayların bir sonucu olarak oluşan bir durum olarak tanımlanmıştır (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 54). Oktar ve Dalyancı (2010) ise ekonomik anlamda krizi, *“iktisadi sistem ya da alt bileşenlerinin işleyişinde beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan ve sistemin işleyişini önemli ölçüde olumsuz yönde etkileyen bir durum”* olarak tanımlamıştır. Akçalı (2014) ekonomik krizi, *“bir ülke ekonomisinin makroekonomik dengelerinde meydana gelen, önceden bilinemeyen ve öngörülemeyen bazı gelişmelerin sonucu olarak, mikro düzeyde işletmeleri ve bireyleri makro düzeyde ise ülkenin genelini, diğer ülkeleri hatta tüm dünyayı etkileyebilen, bulaşıcı etkisi de bulunan şoklar”* olarak tanımlamıştır.

Ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal krizler Şekil 1’de görüldüğü üzere genel olarak iki grupta ele alınmaktadır. Kibritçioğlu’na (2001) göre reel sektör krizleri, mal-hizmet ve iş gücü piyasalarındaki “miktar”larda yani üretimde ve/veya istihdamda ciddi daralmalar (durgunluk ve/veya işsizlik krizi) biçiminde ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler ise, finansal piyasalarda (hisse senedi ve döviz piyasaları gibi) aşırı fiyat dalgalanmaları ya da bankacılık sisteminde meydana gelen bankaların batık (geri dönmeyen) kredilerinin miktarında aşırı artışların oluşması sonucunda ortaya çıkan ciddi ekonomik sorunlardır.

Şekil 1.1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması



Kaynak: Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55.

Bir piyasada krizler finansal sistemden başlayıp reel sektörü etkileyebileceği gibi reel sektörden başlayıp finansal sistemi de etkileyebilir. Finansal bir sistemden kaynaklanarak ortaya çıkan bir kriz “Finansal Kriz” olarak adlandırılmaktadır. Finansal krizler daha çok menkul kıymetlerde meydana gelen aşırı değer kayıpları veya bankacılık sektöründe yaşanan paniklerle ya da döviz aşırı yönelişle zirve noktasına ulaşarak, sonuçta devletin ve işletmelerin borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesine kadar varabilmektedir (Eğilmez, 2010: 51).

1.3. FİNANSAL KRİZ

Finansal piyasaların ekonomik sistemdeki temel işlevi, reel sektörün gereksinim duyduğu fonların temin edilmesidir. Dolayısıyla finansal piyasalar, tüm kurumları, kuralları ve temel araçlarıyla reel sektörün ihtiyaç duyduğu fonları sağlamakla yükümlüdür. Ancak finansal piyasalardaki oyuncuların da temel amacı kendi çıkarları doğrultusunda hareket ederek maksimum kazanç elde etmek olduğundan yoğun rekabet ortamında faaliyet gösterirler. Maalesef finansal piyasalardaki iktisadi birimler, finansal yatırım karar süreçlerinde, küresel makroekonomik dengelerin dinamiklerini ve geleceğini her zaman doğru bir şekilde tahmin edememektedir. Diğer taraftan daha fazla kazanma hırsı nedeniyle iktisadi birimler arasında, yüksek risklerin üstlenilmesi,

manipölasyonların, aşırı spekülasyonların ve ahlaki sapmaların oluşması gibi durumların meydana gelmesi, finansal piyasaların işleyiş mekanizmasını bozarak finansal piyasalarda krizlere yol açmaktadır. Dolayısıyla finansal kriz, finansal sistemin faaliyetlerinin işleyişini beklenmedik bir şekilde ve önemli derecede olumsuz yönde etkileyecek gelişmelerin ortaya çıkması olarak tanımlanabilir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 3).

Mishkin'e (1996) göre finansal kriz, asimetrik bilginin hakim olduğu finansal piyasalarda, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının daha da kötüleştiği, en verimli yatırım fırsatlarına fonların etkin bir şekilde yönlendirilemediği finansal piyasalarda meydana gelen doğrusal olmayan bozulmalardır.

Lorenzonni'ye (2014) göre ise finansal kriz, serbest bir sermaye hesabına sahip bir ekonomiden aniden ve etkileyici bir kaynak çıkışı olarak tanımlanmıştır. Bu sermaye çıkışı, esas olarak yerel mali rejimin sabit bir döviz kuru ile tutarsız görüldüğü bir durumda, büyük bir devalüasyon beklentisinden kaynaklanabilir. Başka bir açıdan bu çıkış, ülkenin büyüme beklentilerindeki değişen algı, yurt içi temerrüt riskinin artması veya yatırımcıların riske yönelik temel tutumlarındaki bir değişiklik nedeniyle yerli ve yabancı yatırımcıların fonlarının yeniden tahsis edilmesinden kaynaklanabilir

Bir finansal kriz genellikle kredi hacmindeki ve varlık fiyatlarındaki önemli değişiklikler, finansal aracılıktaki ciddi bozulmalar, özellikle dış finansman tedariki, büyük ölçekli bilanço sorunları ve büyük ölçekli devlet desteği ihtiyacı gibi olayların bir bileşimidir. Bu olaylar çeşitli faktörler tarafından yönlendirilebilirken, finansal krizler sonradan iflaslara kadar gidebilen varlık ve kredi patlamalarıyla ortaya çıkmaktadır (Claessens ve Kose, 2013: 3).

Özellikle son dönemlerde gelişmekte olan ekonomilerde finansal liberalleşme, finansal sistemin kırılganlığı ve makroekonomik sorunlar gibi farklı nedenlerle finansal krizlerle daha sık karşılaşılmaktadır. Finansal krizler küreselmeye bağlı olarak krizin gerçekleştiği ülke sınırları içerisinde kalmayıp diğer ülkelere de dolaylı ya da doğrudan bulaşmakta; bu ülkelerde ticaret hacminde daralma, yatırım ve istihdam azalışı gibi ciddi ekonomik, sosyal ve siyasi sonuçlara yol açmaktadır (Yavaş, 2007: 1-2).

1.3.1. Finansal Kriz Türleri

Finansal kriz türleri ayrıntılı bir şekilde Şekil 1’de gösterilmiştir. Finansal krizler genel anlamda para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal krizler ve dış borç krizi olmak üzere dört grupta incelenebilir. Para krizi, bir para biriminde devalüasyona (ya da keskin bir değer kaybına) yol açabilecek spekülatif bir saldırı olduğunda, ülke otoritesinin bu saldırıya karşı uluslararası rezervlerin büyük bir bölümünü harcayarak ya da faiz oranlarını keskin bir şekilde artırarak müdahale etmeye zorlandığı durumda ortaya çıkan krizdir. Bankacılık krizi, bankaların yükümlülüklerini ertelemesine neden olan fiili ya da potansiyel atakların ya da iflaslarda ya da hükümeti büyük ölçekli yardımlar sunularak bu durumu önlemek için müdahale etmeye zorlayan durumlarda meydana gelmektedir. Sistemik finansal krizler, piyasanın etkili bir şekilde faaliyet gösterme yeteneğini zayıflatarak reel piyasa üzerinde büyük olumsuz etkilere yol açarak finansal piyasaların ciddi şekilde bozulmasına neden olur. Sistemik finansal kriz bir döviz krizini içerebilir ancak para krizi iç ödeme sisteminin ciddi bir şekilde kesintiye uğramasını gerektirmez ve bu nedenle sistemik bir krize yol açmaz. Son olarak dış borç krizi ise, bir ülkenin gerek kamu gerekse de özel kesimi olsun dış borçlarını ödeyememesi durumunda ortaya çıkmaktadır (IMF, 1998: 74-75).

1.3.1.1. Sistemik Finansal Krizler

Literatürde sistemik finansal krizlerin sistemik finansal krizler olarak da ele alındığı görülmektedir. En genel kullanımı ile sistemik finansal kriz, varlık değerlendirme, kredi tahsisi ve ödemeler gibi sistemin hayati işlevlerini bozabilen finansal sisteme yönelik şoklar olarak tanımlanabilir (Marshall, 1998: 13). Finansal piyasaların etkin ve verimli bir şekilde çalışmasının önüne geçecek şekilde sistemin ciddi bozulmalara maruz kaldığı ve bu durumun reel sektöre büyük ölçüde zarar verdiği durumdur (Oktar ve Dalyancı, 2010: 5).

Banka ve para krizlerini de kapsayan sistemik finansal kriz, finansal sistemin etkin bir şekilde temel işlevlerini yerine getirme yeteneğini ciddi ölçüde zora sokan keskin potansiyel bozukluklardır. Başta bankalar olmak üzere finansal kurumların ödeme sıkıntısı yaşamaları, ekonomik şartlardaki belirsizliklerin ve bozulmaların olması, menkul kıymetler piyasasındaki ani çöküntülerin gerçekleşmesi ile birlikte bu durumların sistemik olarak meydana gelmesi de sistemik finansal krizlerin ortaya

çıkmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla sistemik finansal krizler banka ve para krizlerini kapsamakta hatta reel ekonomi üzerinde yani üretim ve istihdam düzeyinde ciddi olumsuzluklara sebebiyet vermektedir (Çeviş, 2005: 14; Aktaran; Sevim, 2012: 10).

Sistemik finansal krizlerin belli özellikler aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Marshall, 1998: 15):

✓ *Finansal piyasalardan kaynaklanan sistemik finansal krizler genel olarak oldukça abartılmaktadır.* Daha kesin bir ifadeyle, sistemik risk finansman süreçlerinden kaynaklanmaktadır. Yani firmaların ihtiyaç duyduğu sermaye firma dışındaki yatırımcılar tarafından sağlanmaktadır. Bu özelliği itibariyle tüm firmalar dahili kaynaklarını kullanarak finanse edildiklerinde sistemik riskten söz edilmeyecektir.

✓ *Sistemik finansal krizler bulaşıcı bir özelliğe sahiptir.* Bir ülkedeki kurum ya da firmalarda yaşanan problemler, daha sağlıklı diğer ülkelerde (kurumlar ya da firmalar) da borç ödeyememeye sıkıntılara hatta iflaslara neden olabilmektedir. Örneğin Asya krizi ilk olarak Kore ve Tayland'da ortaya çıkmıştır. Daha sonra Malezya, Filipinler, Endonezya ve Hong Kong'a en sonunda da Rusya ve Latin Amerika'ya yayılmıştır.

✓ *Sistemik finansal kriz yatırımcıların güveninin kaybolmasıyla gerçekleşir.* Genellikle bu durum, yatırımcıların veya finansal kurumların sağlamaya hazır oldukları likidite miktarının azalmasına neden olmaktadır. Likiditenin geri çekilmesi borç alan firmaların finansal risklerinin artmasından kaynaklanmamaktadır. Bu durum yatırımcı duyarlılığının bir sonucudur.

✓ *Sistemik bir kriz ekonomik çıktılarda ve/veya ekonomik etkinliklerde önemli maliyetlere neden olmaktadır.* Örneğin borsada meydana gelen bir düşüş sistemik bir kriz değildir. Eğer düşüşte servet kaybeden taraftan kazanan tarafa doğru reel ekonomiyi etkilemeden basitçe el değiştiriyorsa burada sistemik finansal krizden söz edilemez.

✓ *Sistemik bir kriz politik bir müdahaleyi gerektirmektedir.* Özellikle sistemik bir kriz en azından hükümet eylemi ile iyileştirilebilecek yetersiz bir ekonomik performansla sonuçlanmalıdır. İktisat teorisine göre, bir dışsalılık varsa, bireylerin

eylemlerinin maliyetini veya faydalarını tam olarak içselleştiremediği durumlarda hükümet müdahalesi haklı çıkarılabilir.

1.3.1.2. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri, ülkenin kamu ve özel sektörün borçlarını çeviremediği ve yükümlülüklerini yerine getiremediği durumu ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, dış ödeme sorunları ile karşılaşan bir ülkenin borçlarının anapara ve faizlerini ödeyemediğini duyurması ile meydana gelen bir kriz türüdür (Şentürk, 2013: 33).

Standard & Poor's borç krizini, bir borçlunun anapara ve faiz ödemelerini belirlenen şartlarda ve vadede yerine getirememesi sonucu temerrüde düşmesi durumu olarak tanımlamıştır (Pescatori ve Sy, 2004: 6).

Bir ülkenin dış borçlarını geri ödeme, miktar veya vadelerindeki yükümlülüklerini tam ve eksiksiz olarak yerine getirmeyeceğini/getiremeyeceğini ilan etmesi ile dış borç krizinin başladığı kabul edilmektedir. Alacaklı olan devletler ve uluslararası finans kuruluşları, gelişmekte olan ülkelerin ödeme yükümlülüklerinde meydana gelen eksiklikler ve gecikmelerle karşılaştıklarında çoğu zaman bu sorunları üçüncü taraflara duyurmadan yeniden vadelendirmekte ve bir miktar cezai yaptırımlarla bu sorunları geçiştirmektedir (Çalışkan, 2003: 226).

Bir ülke tarafından alınan dış borçların verimli alanlara kanalize edilmeyerek tüketimde kullanılması veya verimsiz geri dönüşler ya da yüksek riskli uzun vadeli yatırımlarda değerlendirilmesi borçlanma krizlerine neden olabilmektedir (Altan ve Bezirci, 2001: 456; Aktaran; Kendirli ve Irmak, 2018: 10). Ayrıca uluslararası bankalar tarafından, gelişmekte olan ekonomilere risk unsurları gözetilmeksizin verilen çok yüksek miktartlı sermaye girişleri de dış borç krizlerine zemin hazırlamaktadır (Goddard ve Demirag, 1994: 37; Akt.; Şentürk, 2013: 33).

Dış borçlanmanın bir ülkenin makroekonomik dengeleri üzerindeki etkisi, elde edilen kaynakların kullanıldığı alanlara göre değişmektedir. Dış borç kullanılarak elde edilen kaynaklar, yeni yatırımlarda kullanıldığında, söz konusu yatırımın türüne bağlı olarak değişmekle birlikte milli gelirde artışa neden olmakta iken, elde edilen kaynaklar doğrudan tüketime yönelik kullanıldığında ise reel ekonomi üzerinde enflasyonist baskılar meydana getirmektedir (Akçalı, 2014: 15).

1.3.1.3. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, bir ülkedeki işletmelerin ve finansal kurumların çok sayıda geri ödeyememe (temerrüde düşme) sorunu ile karşılaşması ve sözleşmelerin zamanında geri ödenmemesinden dolayı bu kurumların büyük zorluklarla yüzleşmesi ile ortaya çıkan bir krizdir. Bunun sonucunda ise takipteki kredilerde keskin bir artış olmakta ve ülkenin bankacılık sistemindeki toplam sermayenin bir kısmı ya da tamamı erimektedir. Bu duruma, krizin hemen öncesinde varlık fiyatlarındaki (hisse senedi ve gayrimenkul fiyatları gibi) çöküş, reel faiz oranlarındaki keskin artış ve sermaye akışlarında tersine dönme ve yavaşlama eşlik edebilir (Laeven ve Valencia, 2008: 5).

Bankacılık krizleri, geri dönmeyen krediler nedeniyle bankaların bilançolarında bozulmalar, reel sektör kredi taleplerindeki azalışlar, ticari kredilerin vadelerindeki daralmalar, menkul kıymet piyasalarındaki ani ve sert dalgalanmalar, vadesiz hesaplardan ani para çekimleri, finansal piyasalara olan güvensizlik ve sermaye erozyonları gibi nedenlerle meydana gelen şoklar olarak tanımlanmıştır (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55-56).

Finansal kurumlar özellikle de bankalar, finansal piyasalarda önemli bir yere sahiptir. Çünkü bu kurumlar ekonomiler için yaratıcı yatırımların kolaylaştırılmasında önemli bir konumdadır. Bankaların ve diğer aracı finansal kuruluşların bilançolarının, kredi verme faaliyeti üzerinde önemli bir etkisi vardır. Bu kurumların bilançolarında meydana gelen bozulmalar, sermayelerinde büyük bir daralmayı da beraberinde getirecektir. Dolayısıyla bu kurumlar kredi vermek için daha az kaynağa sahip olacaklar ve piyasaya sürülen kredi miktarı azalacaktır. Böylece yatırım harcamalarındaki azalış ekonomik aktiviteyi de azaltacaktır (Mishkin ve Serletis, 2007: 198).

Yapılan araştırmalara göre bankacılık krizlerinin arkasında yatan temel faktörler aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Goldstein ve Turner, 1996: 9):

- ✓ İç ve dış makroekonomik dengelerdeki oynaklıklar,
- ✓ Kredilerde patlama, varlık fiyatlarının çökmesi ve sermaye akışlarındaki dalgalanmalar,
- ✓ Vade – döviz uyumsuzluğu ile banka borçlarının artması,
- ✓ Finansal serbestleşme için yeterli hazırlığın olmaması,

- ✓ Aşırı hükümet müdahalesi ve ilişkili krediler üzerindeki kontrollerin kaybedilmesi,
- ✓ Muhasebe, kamuyu aydınlatma ve yasal sistemdeki eksiklikler,
- ✓ Döviz kuru rejiminde yapılan hatalar,
- ✓ Bankacılık sistemindeki teşvik yapısındaki sorunlar.

Özellikle son 40 yılda, birçok gelişmekte olan ülkede, geçiş dönemindeki ekonomilerde ve gelişmiş ülkelerde çok ciddi banka krizleri yaşanmıştır. Bu krizler, hane halkı ve işletmeler için kredi akışını bozmakta, tüketimi ve yatırımları azaltmakta ve belki de ayakta kalabilecek işletmeleri iflasa sürüklemektedir. Bankacılık krizleri aynı zamanda ödemeler sisteminin işleyişini tehlikeye atarak, yerli finansal kurumlara olan güveni sarsmakta ve yurt içi tasarruflarda ve büyük ölçekli sermaye akışlarında ciddi bir azalışa sebep olabilmektedir (Demirgüç ve Detragiache, 1998: 81).

1.3.1.4. Para Krizleri

Para krizleri, bir ülkenin para birimine yönelik devalüasyona (keskin bir değer kaybı) neden olabilecek düzeyde spekülasyon bir saldırı sonucu faiz oranlarında keskin bir artışın olduğu, hükümetin bu saldırıyı önlemek amacıyla sermaye denetimlerini dayattığı ve bu savunma karşılığında ülkenin uluslararası rezervlerinin büyük oranda kullanıldığı bir durumu ifade etmektedir (Claessens ve Kose, 2013: 12).

Para krizleri, bir para biriminin değerinde aşırı ve sürekli bir düşüşün meydana geldiği bir kriz türüdür. Para biriminin değerindeki bu aşırı düşüş para krizlerinin en belirgin özelliğidir. Ancak bir para krizi, devamında gelen ekonomik olumsuzlukların etkisi ile “kriz” olarak değerlendirilmektedir. Bu olumsuzluklar; ekonomik durgunluk ve işsizlik, işletme ve banka başarısızlıkları, enflasyon, yatırımlardaki azalış ve zenginlik kayıplarıdır. Dahası iş ve işlemlerdeki belirsizliklerin artması da bir diğer olumsuzluktur (Breuer, 2004: 295).

Sevim’e (2012) göre para krizi, bir ülkenin para biriminde ani bir şekilde değer kayıplarının oluşması durumudur. Ülkelerin uyguladıkları kur politikaları da bu tanıma değiştirebilmektedir. Eğer bir ülkede sabit kur sistemi uygulanıyor ise devalüasyon oranlarındaki hızlı artış kriz olarak değerlendirilirken, dalgalı kur sistemi kullanılıyor ise kurun ortalama piyasa değerinde ciddi bir biçimde sapmalar gözlemlenmesi durumu

kriz olarak değerlendirilir. Dolayısıyla sabit kur sisteminin yaşandığı bir ülkedeki bu tip krizler, ödemeler dengesi krizleri, dalgalı kur sisteminin tercih edildiği bir ülkede ise döviz kuru krizleri olarak adlandırılabilir.

Para krizine yol açabilecek temel faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür. Aşağıda sıralanan maddelerden bir veya birkaçının ortaya çıkması durumunda, ülkenin para birimi, ekonomik ajanlar tarafından spekülative saldırılara açık hale gelmektedir. Böylesi bir ortamlarda belirsizlikler ulusal paradan döviz yönelişine de beraberinde getirmekte, bu baskı ülkenin döviz rezervlerinin azalmasına ve faiz oranlarının aşırı yükselmesine neden olmaktadır (Akçalı, 2014: 15-16):

- ✓ Makroekonomik göstergelerdeki zayıflıklar ve hatalı ekonomi politikaları,
- ✓ Finansal altyapının yetersizliği,
- ✓ Ahlaki tehlike,
- ✓ Kreditörlerin ve uluslararası finansal kuruluşların hatalı tahminleri,
- ✓ Siyasi alandaki beklenmedik olaylar, suikastlar, terör saldırıları ve hükümetlerin devrilmesi gibi olaylar.

1.3.1.5. İkiz Krizler

1970’li yıllarda henüz finansal serbestleşme gerçekleşmediği dönemlerde para krizleri ile banka krizleri arasında herhangi bir etkileşim bulunmamışken, özellikle 1980’li yıllardan başlayarak finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak iki taraflı bir ilişkinin varlığı iddia edilmiş, buna bağlı olarak da söz konusu krizlere “ikiz krizler” ismi verilmiştir (Sevim, 2012: 9). İkiz krizler, para ve bankacılık krizlerinin birlikte gerçekleşmesi ile ortaya çıkan bir kriz türüdür. Çoğu zaman bankacılık krizleri para krizlerinden önce gerçekleşmektedir. Para krizleri ile birlikte bankacılık krizlerinin daha da derinleştiği, zirveye ulaştığı ve kısır bir döngünün harekete geçtiği deneysel bulgulardan elde edilmiştir. Bankacılık krizlerinin para krizleri ile birleştiği bir ortamda, mevcut durum daha da kötüleşmekte ve bankalar, döviz kuru hedeflerini korumak için faiz artışına gitmek zorunda kalmaktadır (Kaminsky ve Reinhart 1999: 474). İkiz krizler, bankacılık krizlerinin para krizlerine neden olması ya da para krizlerinin bankacılık krizlerine neden olması şeklinde gerçekleşmektedir.

Bankacılık krizlerinin para krizlerine neden olması iki durumda gerçekleşebilmektedir. Bu iki durum da merkez bankasının sorunlu bankaları kurtarmak için (açık veya örtük mevduat sigortası nedeniyle) likidite desteğinde bulunmak zorunda kaldığı durumu işaret etmektedir. Bu iki durum arasındaki farklılık, merkez bankasının bu kurtarma işlemini finanse edebilmek için iki alternatife sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının bankaları kurtarma işleminin finansmanında birinci alternatifi, yüksek miktarlarda borç ihracı yaparak büyük bir batık kredi portföyünü sahiplenmesidir. Piyasa katılımcıları tarafından bu durum, alınan bu borç yükünün enflasyon ve devalüasyon yoluyla azaltılması amacının düşünüldüğü algısını yaratarak, kendi kendini besleyen bir para krizini meydana getirebilmektedir. Merkez bankasının kurtarma işleminde ikinci seçeneği ise, sisteme likidite sağlayarak yurt içi kredileri ciddi bir şekilde artırabilmektedir. Aşırı kredi genişlemesi ise eninde sonunda spekülative ataklarla döviz kurunun çökmesine neden olacaktır. Para krizlerinin bankacılık krizlerine dönüşebilmesi de iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi, sterilizasyonun olmadığı bir ortamda, spekülative saldırılar, ülkenin uluslararası rezervlerinde, parasal taban ve kredi arzında ciddi bir azalmaya sebep olabilir. Dolayısıyla kredi arzındaki azalma, çıktılar üzerinde ters etki oluşturarak batık kredilerin miktarında yükselişle beraber bankacılık kriziyle sonuçlanmaktadır. İkincisi ise para krizi ile birlikte ulusal paranın değer kaybetmesi, döviz yükümlülükleri oldukça fazla olan bankalarda borç ödeyememe sorununu da beraberinde getirir. Böylesi bir durumda para krizleri, bankaların döviz cinsinden borçlarının miktarını artıracak, ayrıca döviz borçlarının büyük bir bölümü kısa vadeli yükümlülük olduğunda ise bu durum, bankaların likidite sorunları ile karşılaşmalarına neden olacaktır (Varlık, 2002: 166-167).

İkiz krizlere neden olabilecek temel faktörler şunlardır (Takeda, 2004: 38-39):

- ✓ Varlıkların ve yükümlülüklerin vade ve döviz birimi açısından uyumsuzlukları, para krizlerinin oluşumu ile ilişkilidir,
- ✓ Düşük büyüme oranları ve yüksek faiz oranları gibi ekonomik temeller, krizlerin çıkmasında etkilidir,

✓ Döviz piyasasında, büyük piyasa yapıcıları, piyasada oluşan paniklerin kaynağı olabilirler (Örneğin, George Soros, Malezya başbakanı Dr. Mahathir tarafından Asya krizine sebep olmakla suçlanmıştır).

1.3.2. Finansal Kriz Modelleri

Finansal krizler birçok noktada benzerlik gösterse de birbirinin aynısı değildir. Son 50 yılda meydana gelen finansal krizlerin oluşumları itibariyle farklı özellikler taşıması, bu krizleri açıklamaya yönelik olarak çok sayıda modelin geliştirilmesine neden olmuştur. Araştırmacılar krizlerin nedenlerine yönelik olarak temel varsayımlardan yola çıkarak bazı modeller geliştirmişlerdir. Literatürde bu modeller üç grup altında incelenmiştir.

1.3.2.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Kanonik Kriz Modeli olarak da adlandırılan birinci nesil kriz modeli, Krugman (1979) tarafından ortaya atılmış ve Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilmiştir. Ancak Krugman (1979), Salant ve Henderson'un (1978) mal piyasaları için bir tavan fiyatının belirlenmesi ve bu tavan fiyatının spekülasyon yapılarak aşılma istendiğinde, tavan fiyatının korunması için belli bir miktar rezervin bulundurulması gerektiğine yönelik düşüncesini para piyasalarına uyarlamak suretiyle böyle bir model geliştirmiştir (Yiğit, 2015: 124).

Krugman (1979), krizi tetikleyen temel ekonomik faktörlerin önemine dikkat çekmekte ve makroekonomik politikalardaki yapısal bozuklukları para krizlerinin nedeni olarak görmektedir. Ayrıca döviz kurunu sabit tutma ve ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basmak suretiyle bütçe açıklarının kapatılması gibi) arasındaki tutarsızlıklardan dolayı finansal krizlerin ortaya çıktığını iddia etmiştir (Delice, 2003: 64-65). Yeterli düzeyde rezerve sahip olmayan merkez bankası bu tutarsızlık ile belli bir süre baş edebilir ama rezervlerin yetersiz kaldığı durumlarda spekülasyon hareketleri başlayacaktır (Akçalı, 2014: 22). Krizlerin ne zaman ortaya çıkacağına yönelik olarak, merkez bankasının elinde bulundurduğu döviz rezervlerinin düzeyi önemli ipuçları sunmaktadır. Döviz rezervlerinde meydana gelen bir azalma krizlerin yaklaştığının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. 1973-1983

yılları arasında meydana gelen Meksika krizi ve diğer Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen krizleri birinci nesil kriz modelleri açıklamaktadır (Şentürk, 2013: 35).

Ekonomik koşullara bağlı olarak bir ülke parasının reel değerini yitirmesi gerekirken, ulusal paranın yabancı para birimleri karşısında aşırı değerli bir pozisyonda kalmasının yetkili otorite tarafından istenmesi durumunda, bu durum belli bir süre sonra ulusal paradan kaçışa neden olacaktır. Sonrasında merkez bankası tarafından kaçışı engellemeye yönelik müdahaleler başlayarak döviz rezervlerinin kısa zamanda tükenmesine neden olacak ve buna bağlı olarak döviz kurları ülkenin temel ekonomik göstergeleri ile uyumlu bir seviyede yeniden dengeye ulaşacaktır (Akçalı, 2014: 23).

1.3.2.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

1970-1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde sürdürülen sabit/yarı sabit kur rejimi ekonomi politikalarının başarısızlıkları birinci nesil kriz modellerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Fakat 1992-1993 yılları arasında meydana gelen Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (ERM krizi) ile 1994-1995 Meksika krizlerini birinci nesil kriz modellerinin açıklayamaması, ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesine zemin hazırlamıştır (Çakmak, 2007: 11). Çünkü ERM krizinde, krizi yaşayan ülkelerin çoğunda bütçe açığı yaşanmamış ve parasal genişleme de tespit edilmemiştir (Şentürk, 2013: 36).

Kendi kendini besleyen kriz modelleri olarak da adlandırılan bu modeller, sabit kurla uyumlu makroekonomik politikaların sürdürüldüğü durumlarda bile beklentilerin bir anda tersine dönmesi ile yeni krizlerin ortaya çıkabileceğini ifade etmektedir. Dolayısıyla bütçenin denk olması, merkez bankası tarafından sıkı para politikası izlenmesi de finansal krizlerin yaşanmayacağı anlamına gelmemektedir. Beklenmedik içsel ve dışsal olumsuz bir gelişme, sabit kur sisteminin sürdürülebilirliği noktasında şüphelerin artmasına neden olacaktır. Buna bağlı olarak ekonominin geleceğine yönelik olumsuz beklentiler, yerel paranın üzerindeki baskıyı artıracaktır. Böylece spekülasyon saldırılar sonucunda dövizde hücum başlayacaktır. Merkez bankasının eğer yeterli döviz rezervi yoksa devalüasyon ve sabit sisteminden çıkılması kaçınılmaz olduğundan ülke ekonomisi para krizine sürüklenecektir (Erarslan ve Timurtaş, 2015: 23).

Bu modellere göre, çoklu denge ve beklentilerin kendi kendini beslemesi gibi temel iki özellik söz konusudur. Döviz kurunun yükseleceğine dair beklenti içerisinde

giren yatırımcılar, yatırımlarından istedikleri faiz oranları yükseleceğinden bir süre sonra sabit döviz kuru devam ettirilemez duruma gelecektir. Sabit döviz kurunun sona erdirilme maliyetinin, sürdürme maliyetinden daha düşük olacağı düşüncesi oluşursa devalüasyon beklentisi ve sonrasında da spekülatif bir atak başlayacaktır. Sonrasında devalüasyon beklentisi ülkenin makroekonomik verilerinde bozulmalara neden olacağından sabit kuru sürdürme maliyeti giderek artacaktır. Maliyetin artması ise devalüasyon beklentisinde daha da artıracaktır. Sabit kuru sürdürme maliyeti ile beklentiler arasındaki bu etkileşim, spekülatif atakların başlamasına kadar devam edecektir (Bastı, 2006: 12).

1.3.2.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan ve birçok ülkeyi etkisi altına alan Asya krizini birinci ve ikinci nesil kriz modelleri açıklamakta yetersiz kalınca üçüncü nesil kriz modelleri geliştirilmiştir. (Akçalı, 2014: 30). Krugman (1998)'a göre, Asya krizinin birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle açıklanamamasının nedenleri şunlardır: birincisi, kriz öncesinde hükümetlerin sorumsuz kredi yaratma ve kontrolsüz parasal genişleme gibi hataları yoktu ve enflasyon oranları oldukça düşüktü. İkincisi, 1996 yılında büyüme oranlarında bir miktar yavaşlama olmasına rağmen, ciddi bir işsizlik yaşanmamıştı. Üçüncüsü, etkilenen ülkelerde krizden önce varlık piyasalarında aşırı bir yükselme, kriz sürecinde ve sonrasında ciddi bir daralma meydana geldi. Son olarak ise krizden etkilenen tüm ülkelerde finansal araçlar temel bir oyuncu olarak görünmektedir (Krugman, 1998: www.web.mit.edu).

Asya krizinden yola çıkılarak bu modeller, finans ve bankacılık sektörünün krizler üzerindeki rolünü vurgulamakta, para krizleri ile bankacılık krizlerinin birbirini besleyen kısır bir döngü yarattığı düşüncesine dayanmakta ve krizlerin yayılma mekanizmasını ortaya çıkarmaya çalışmaktadır (Yılmaz vd., 2005: 93). Bu modellere göre, finans ve bankacılık sektöründeki sorunlar ve bilançolarındaki sorunlar krizlerin temelini oluşturmaktadır. Krizlerin büyük çoğunluğu, ya döviz kurlarına duyulan güvensizlikten ya da kamu ve/veya özel sektör kuruluşlarının bilançolarının güvenilir olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu iki sorunu hızlı bir şekilde birbiriyle ilişkili hale getiren en önemli faktör ise sermaye akımlarıdır. Bankalardaki bilanço sorunları ise genellikle vade ve para uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Döviz cinsinden kısa

vadeli borçlanan bankaların yerli para birimi ile uzun vadeli borç vermesi hem para hem de vade uyumsuzluğunun bir göstergesidir. Böylesi bir durumda yerli paranın ani ve sert düşüşü, bankacılık sektöründe iflaslara yol açabilmekte, finansal piyasalarda zaten oluşmuş durumda olan belirsizliği, güvensizliği ve olumsuz beklentileri, bu iflaslar daha da derinleştirerek bir finansal krizin gerçekleşmesine ya da büyümesine neden olabilmektedir (Çakmak, 2007: 22).

Üçüncü nesil kriz modelleri ile birlikte ahlaki tehlike sorunu da dile getirilmiştir. Ahlaki tehlikeye göre, halihazırda kötü yönetilen ve yakından izlenmeyen finansal kurumlara verilen garantiler, türev ürünler de dahil olmak üzere finansal araçların arzında aşırı bir genişlemeye neden olmaktadır (Tularam ve Subramanian, 2013: 103). Finansal araçlara sağlanan devlet garantisinin ciddi ahlaki risklere yol açtığı bilinmektedir. Finansal araçlar tarafından yüksek riskli yatırım stratejileri uygulanmakta, düşük getirili projeler finanse edilebilmektedir. Böylesi bir durumda gerçekleştirilen yatırım projeleri kayıplara yol açsa da mevcut kayıplar devlet tarafından karşılanmakta, devlet zarara uğrarken kazançlı taraf aracı kuruluşlar olmaktadır (Pıçak, vd., 2009).

1.3.3. Finansal Krizlerin Nedenleri

Bir ülkede finansal krizlere neden olabilecek birçok etken bulunmaktadır. Bu etkenler, ülke ekonomisine olan etkilerinin yanı sıra özellikle bankacılık sektörü üzerinde de çok büyük etkilere sahiptir. Bir ülkede finansal krizlere neden olabilecek etkenler genel olarak; finansal yapıdaki zayıflıklar, yanlış ekonomik politikalar, dışsal makroekonomik koşullar, döviz sistemindeki hatalar, düzenleme ve denetim ile ilgili sorunlar olarak sıralanabilir (Ural, 2003: 15).

Bir finansal kriz, mali sistemdeki bir aksaklıktan kaynaklanan asimetric bilginin artması, finansal piyasalarda tasarrufların, bireylerin ve firmaların verimli yatırım fırsatlarına etkili bir şekilde kanalize edilememesini sağlayan ciddi bir ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) problemlerine yol açtığı zaman ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasalar etkin bir şekilde işleyemediği zaman ekonomik faaliyetler keskin bir şekilde azalmaktadır (Mishkin ve Serletis, 2007:197):

Finansal krizlerin nedenlerine yönelik olarak literatürde farklı yazarlara ait birçok çalışma bulunmaktadır. Ancak finansal krizlere yol açan temel faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

Faiz oranlarındaki artışlar: Faiz oranlarındaki artışlar da ters seçim problemlerinin ortaya çıkma ihtimalini artıracaktır. Yani kredi veren kuruluşların yüksek riskli projeleri, düşük riskli projelerden ayıramayarak yüksek riskli projeleri finaslmasına yol açabilir. Böylesi bir durumda kredi veren kuruluşlar ters seçim problemleriyle karşılaştıklarında düşük riskli projeleri ayıramazlarsa, kredi miktarını azaltmak isteyebilirler. Bu nedenle faiz oranlarında meydana gelen artışlar kredi sunumunun azalmasına neden olacaktır. Kredi sunumundaki azalma ise yatırımlarda ve ekonomik aktivitelerde azalmalara neden olacaktır (Sevim, 2012: 19). Diğer taraftan Demirgüç-Kunt ve Detragiache'e (1998) göre, faizlerin yükselmesi ile birlikte her ne kadar faiz yükünü borçlu ödüyor olsa da borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda, geri dönmeyen kredilerin artışından dolayı bankalar ciddi sıkıntı yaşamaktadırlar.

Varlık piyasalarının bilançolar üzerindeki etkisi: Borç alanların bilançolarının durumu, finansal sistemdeki asimetrik bilgi sorunlarının şiddeti açısından önemli bir yere sahiptir. Menkul kıymet piyasalarındaki keskin bir düşüş, borç alan firmaların bilançolarında ciddi bozulmaları da beraberinde getirecektir. Bu bozulma ise ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerini artırarak finansal krizleri tetikleyebilmektedir. Enflasyon oranlarının düşük olduğu gelişmiş ülkelerde borçlanma sözleşmeleri genellikle sabit faiz oranlı ve uzun dönemlidir (on yıl veya daha fazla). Böylesi bir ortamda toplam fiyat seviyelerindeki beklenmeyen azalışlar, borç ödemeleri sabitken borçların reel değerini artırır (borçların yükünü artırır) ancak varlıkların reel değerini artırmaz. Sonuçta net olarak reel değer (reel olarak varlıklarla borçlar arasındaki fark) azaltmaktadır. Bu durumda da yine ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin artmasına yol açarak finansal krizleri tetikler. Gelişmekte olan ülkeler, bankalar ve firmalar yerel para biriminin gelecekteki değerindeki belirsizliklerden dolayı kendi para birimleriyle değil yabancı para biriminden borçlanırlar. Yerel para biriminin değerinde beklenmeyen bir düşüş meydana geldiğinde yabancı paralı borç sözleşmeleri nedeniyle borç yükü artmaktadır. Bilançolarda yer alan varlıklar yerli para biriminden ifade edildiğinden, firma borçlarında meydana gelen artışlar, firmanın net değerinde bir düşüşe neden olmakta ve sonuçta ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini artırarak

finansal krizlere zemin hazırlamaktadır. Son olarak da varlık fiyatlarında yaşanan düşüşler de yine bilançoların bozulmasına neden olarak firmanın net değerini düşürmektedir (Mishkin ve Serletis, 2007:197).

Finansal Serbestleşme: Küreselleşmeye bağlı olarak özellikle 1990 yılından sonra finansal piyasalarda da finansal entegrasyon gerçekleşmiştir. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte küresel anlamda ekonomik kalkınmanın sağlanacağı amaçlanırken yaşanan gelişmeler finansal serbestleşmeyle birlikte finansal krizlerin de arttığı yönündedir. Özellikle de finansal krizlerin bir ülkeden bir diğer ülkeye yayılması ile birlikte bir ülkede gelişen bir finansal kriz diğer ülkelere de yayılarak finansal krizlerin küresel boyuta ulaşmasına neden olmaktadır.

Finansal serbestleşmeye bağlı olarak farklı ülkeler arasında sermaye hareketlerinin akışkanlık kazanması finansal krizleri bulaşıcı hale getirerek diğer ülkelerin de etkilenmesine neden olmaktadır. Asıl bulaşma ise finansal piyasalarda gerçekleşmektedir. Örneğin; K ülkesinde yer alan bir yatırımcı L ülkesinden aldığı krediyle M ülkesinin borsasındaki bir şirketin hisse senetlerine yatırım yapmış olduğunu varsayalım. M ülkesinde bir kriz çıkması durumunda borsa hızla düşecek ve yatırımcının hisse senetleri değer kaybedecektir. Dolayısıyla K ülkesindeki yatırımcı, M ülkesindeki krizi L ülkesine bulaştırmış olacaktır (Eğilmez, 2010: 55; Akt. Şentürk, 2013: 27).

Finansal kurumların bilançolarındaki bozulmalar: Asimetrik bilgi ve finansal yapıya ilişkin literatür, finansal aracı kurumların (ticari bankalar, tasarruf kuruluşları, finans şirketleri, sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları) finansal sistemde neden bu kadar önemli bir rol oynadıklarını açıklamaktadır. Finansal aracı kurumların borç verme kabiliyetlerinin zayıflaması durumunda, genel olarak borç verme oranları düşecek ve ekonomi daralacaktır. Finansal aracı kurumların bilançolarında meydana gelen bozulmalar, bu kurumların borç verme kabiliyetlerini engelleyerek finansal krizlerin ortaya çıkmasına sebebiyet vermektedir. Finansal kuruluşların bilançolarında bir bozulma ve sermayelerinde bir azalma meydana gelmesi durumunda bu kurumlar iki seçenekle karşı karşıya kalmaktadır. Birincisi ya borçlarını geri toplayacaklar ya da sermayeyi artırma yoluna gideceklerdir. Makul bir maliyetle sermayenin artırılması zordur. Bu nedenle zayıflayan bilançoları ile birlikte finansal kuruluşların bu duruma

verecekleri tepki, borç verme oranlarını sınırlandırmaktır. Bilançolardaki bozulmalar yeterince şiddetliyse, finansal kurumlardaki bu eşzamanlı ve çoklu başarısızlık bankacılık paniklerine yol açabilir. Böylece panik diğer başarılı bankalara da yansımakta ve onların da başarısız olmalarına neden olabilmektedir. Nihayetinde yine bu paniklerin temelinde asimetrik bilgi sorunu yer almaktadır (Mishkin, 2001: 4).

Bankacılık krizleri: Bankaların en büyük problemlerinden birisi, piyasada oluşan panikle mevduat sahiplerinin tamamının ya da büyük bir kısmının fonlarını aynı anda çekmeleridir. Bankalar mevduat sözleşmeleri şeklinde likit borçlanmalar ihraç ettikleri ancak bunun karşılığında borç verme şeklinde likit olmayan varlıklara yatırım yaptıklarından tasfiyeye neden olabilecek banka kaçışlarına karşı daha hassastır. Bir finansal kriz veya bankacılık paniği, bir bölgedeki ya da bir ülkedeki bankaların tümünden ya da çoğundan mevduat sahiplerinin fonlarını eşzamanlı olarak çekmeye çalışmaları durumunda ortaya çıkar (Allen ve Gale, 1998: 1245). Böylesi bir toplu kaçış bankaları oldukça zora sokmakta, ortaya çıkan likidite açığının devlet tarafından karşılanması ise tüm ekonominin ciddi zarar görmesine neden olmaktadır.

Belirsizlik Artışları: Bir ülkenin finansal piyasasında yer alan finansal bir kuruluşun iflasından, ülkede yaşanan resesyondan ve borsada yaşanan ani çöküşlerden dolayı finansal sistemde geleceğe yönelik belirsizliklerde artış meydana gelir. Belirsizliklerin artışı ile bankalar, yüksek riskli projelerle düşük riskli projeleri ayırmakta zorlanabilirler. Ekonomik belirsizlikler, sistem içerisindeki bilgi akışını da asimetrik hale getirerek ters seçim problemlerindeki artışı da beraberinde getirecektir. Böylesi bir durumda ters seçim problemleriyle karşılaşan bankalar daha az kredi verme taraftarı olacaklar ve ülkedeki yatırımlarda ve toplam ekonomik aktivitede ciddi bir azalış olacaktır (Yavaş, 2007: 14).

Bankacılık Sistemindeki Yetersiz Düzenleme ve Denetim: Finansal krizlerin ortaya çıkmasının en önemli sebeplerinden birisi de bankacılık sistemindeki yapısal sorunlardır. Bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesindeki eksiklikler, mülkiyet yapılarındaki yanlışlıklar, hatalı yönetim politikaları, yüksek faizler ve aşırı açık döviz pozisyonları bankaları spekülatif saldırılara açık hale getirmekte, saldırılar sonucunda bazı bankalar iflas edebilmektedir. Son 30 yılda bankacılık ağırlıklı finansal

sektör krizleri, birçok ülkede, finansal sistemin düzenleme, denetim ve gözetim faaliyetlerinin yeniden ele alınması gerektiğini ortaya koymaktadır (Şentürk, 2013: 29).

1.3.4. 2008 Finansal Krizi

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan küresel finansal kriz birçok OECD ülkesinin finansal kurumlarına da bulaşarak küresel boyuta ulaşmıştır. Kriz küresel bir ekonomik durgunluğa dönüştükten hemen sonra, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomileri, ticaret kanalları aracılığıyla krizden etkilenmiştir. Gelişmekte olan birçok ülkede, dolaylı etkilerin ekonomik sonuçları, gelişmiş ülkelerdeki doğrudan etkiler kadar şiddetlidir. İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana dünya çapında yaşanan durgunluk, 2009 yılında dünya GSYİH'sının % 0,6 azalmasına neden olmuştur. 2009 yılında küresel GSYİH büyümesi 2007 yılına göre % 5,8 puan azalış göstermiş, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki gerileme neredeyse gelişmiş ülkelerle aynı kalmıştır (Dullien vd., 2010: 1-2).

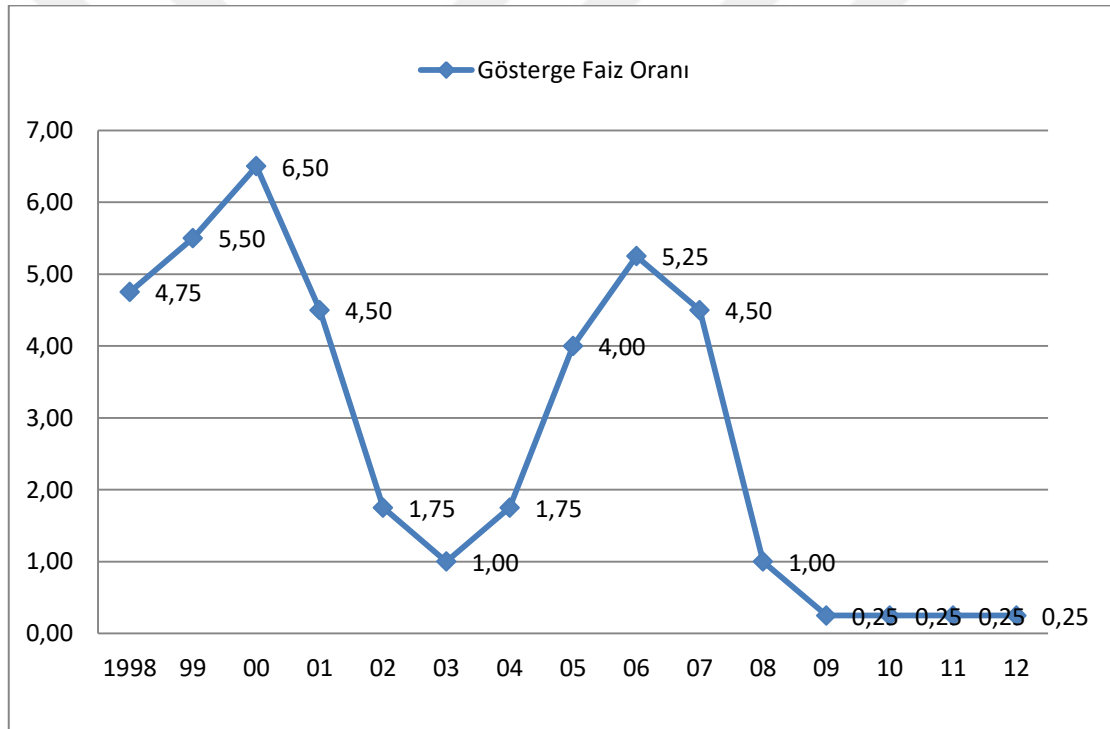
2007 yılının ortalarında ABD emlak piyasasında başlayıp, finansal piyasalara yayılmış, Eylül 2008 de ise başta Lehman Brothers olmak üzere bazı büyük finansal kuruluşların iflası ile derinleşerek küresel boyuta ulaşmıştır. Kriz, ilk başta ABD'de mortgage kredilerinden kaynaklanan yerel bir finansal sıkıntı olarak görülse de, kısa bir zaman sonra dünya finansal sisteminin kilitlenmesine, birçok finansal kurumun iflasına, birçoğunun ise devlet tarafından el konulmasına kadar gitmiştir. Klasik bankacılık krizlerinin ötesinde, temelinde yüksek hacimli ve karmaşık türev ürünlerinin kullanılıyor olması ve türev ürünlere bağlı olarak problemlerin küresel dünyada hızlıca yayılmış olması bu krizi diğer krizlerden ayıran en önemli özelliktir (Bocutoğlu ve Ekinici, 2009: 67).

1.3.4.1. 2008 Finansal Krizinin Gelişimi

2000'li yılların başlarında teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinde meydana gelen balonların patlamasının (dot-com balonu) ve 11 Eylül saldırıları ile birlikte ABD'de meydana gelen ekonomik durgunluğun önlenmesi amacıyla ABD Merkez Bankası (FED) faiz oranlarını düşürme politikasına gitmiş ve 2000 yılında % 6,5 olan kısa vadeli faiz oranları, 2003 yılı itibariyle % 1'e (bkz. Şekil 1) kadar gerilemiştir (Kutlu ve Demirci, 2011: 122). Böylece tüm dünyada yaşanan likidite bolluğu ve hızlı

ekonomik büyüme, piyasalarda iyimserliğe, özellikle de gayrimenkul piyasalarında, gayrimenkul fiyatlarının hızlı bir şekilde yükselmesine, balonların ve köpüklerin oluşmasına sebebiyet vermiştir. ABD gayrimenkul piyasalarında, gayrimenkullerin fiyatları kısa bir süre içerisinde ikiye katlanmış, yaklaşık 650 bin gayrimenkul stoku ortaya çıkmıştır. Sadece konut sahibi olmak isteyenler değil, karlı bir yatırım olarak gördükleri için spekülâtörler ve yatırımcılar da bu sektöre yoğunlaşmış ve yatırımlarının bir kısmı için kredi kullanmışlardır. Mortgage sistemine göre kredi veren finansal kuruluşlar ise ya verdikleri kredileri satmışlar ya da varlığa dayalı menkul kıymet çıkararak verdikleri kredileri menkulleştirmişlerdir (Akgüç, 2009: 7).

Grafik 1.1: ABD Gösterge Faiz Oranları



Kaynak: <https://tr.investing.com/central-banks/fed-rate-monitor>

2000’li yıllara kadar yatırımlarının büyük bir bölümünü yatırım fonlarında değerlendiren ABD halkı 2000’li yılların başında, gelecekte gayrimenkullerin prim yapma olasılığının yüksek olması ve bu yatırımların güvenilir bir yatırım olmasından dolayı gayrimenkul sektörüne yönelmiştir (Saritaş ve Gökçe, 2012: 39). Bununla beraber uygulanan gevşek para politikası, bir taraftan varlık fiyatlarının artmasına neden olurken, diğer taraftan bankaların düşük faizli ve kısa vadeli borçlanmalarla başta konut kredileri olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını desteklemiştir. 2001

yılında ABD'deki konut kredilerinin tutarı 2,2 trilyon \$ iken, 2003 yılında bu tutar 3,9 trilyon \$'a yükselmiştir (Şentürk, 2013: 52). Ancak özellikle 2004 yılında FED'in faiz artırma politikasına gitmesi, gayrimenkul sektörünün eski canlılığını yitirmesine, konut talebinin azalmasına ve buna bağlı olarak aşırı değerlenen konut fiyatlarının da düşmesine neden olmuştur (Sarıtaş ve Gökçe, 2012: 39).

ABD'de düşük gelirli kişilere verilen eşik altı (subprime) konut kredileri ise krizi tetikleyen bir diğer problemi oluşturmaktadır. Konut fiyatlarındaki aşırı artışlara bağlı olarak gelecekte konut fiyatlarının sürekli yükseleceği algısı, menkul kıymetleştirmedeki ilerlemeler ve düşük faiz oranları, konut alamayacak kişilerin de ev almalarına imkan sağlamıştır. Ancak bu kişilerin büyük çoğunluğu değişken faizli konut kredisi almışlardır. Özellikle 2004 yılından sonra faiz oranlarının hızla artması bu kredilerin geri ödenmesi noktasında bazı sıkıntıları da beraberinde getirmiştir ve eşik altı yıkımı başlamıştır (Reinhart ve Rogoff, 2009: 213; Akt. Yiğit, 2015: 175-176).

Düşük gelirli ve zayıf kredi geçmişine sahip kişilere verilen supprime ipotekli konut kredilerinde yüksek risk söz konusu olduğundan bu kredilerdeki faiz oranları diğer kredilerden daha fazladır. Ayrıca bu kredilerin kredi tutarı/taşınmaz değeri oranı göreceli olarak yüksek olmakla beraber, bu krediler genellikle değişken faiz oranı ile verilmektedir. Piyasalarda meydana gelen düşük faiz oranları ve finansal sektörün aşırı risk alması bu kredilerin miktarını artırmıştır (Kutlu ve Demirci, 2011: 123). ABD'de 2000 yılında subprime ipotekli konut kredisi tutarı yaklaşık 130 milyar dolar ile toplam mortgage kredilerinin yaklaşık % 4'ünü oluştururken, 2006 yılında bu tutar yaklaşık 600 milyar dolarla toplam ev kredilerinin % 20'sine ulaşmıştır (Jaffee, 2008: 10).

2005 yılının yaz aylarında başlayan mortgage faiz oranlarındaki artış konut piyasasının zayıflamasına katkıda bulunmuştur. 2006 yılının sonlarına doğru yaşanan bazı gelişmeler toparlanmayı işaret etse de bu durum uzun sürmemiştir. Kısa sürmesinin nedeni ise kredi kalite problemleri ve özellikle de yeni ve riskli ürünlerin mortgage sistemi üzerindeki kredi standartlarını daha da sıkıştırmasındandır. Kredi kuruluşları geri çekildiği için konut faaliyetleri, 2007 yılının baharından sonra ödemelerde gecikmeler ve hacizlerdeki artışla birlikte tekrar duraksamaya başlamıştır (Martino ve Duca, 2007: 1). Mortgage kredilerinde geri ödenmeme oranı, 2007 yılının son çeyreğine gelindiğinde ilk çeyreğe göre % 35 oranında artmıştır. Bu çöküntüyle beraber ipotekli

konut kredi sistemindeki standartlar daha da sıkılaşmış ve buna bağlı olarak konut talebini ise oldukça azaltmıştır. Kredi kurumlarının, geri ödenmeyen kredilerden dolayı konutları haczederek satışa çıkarması ise konut fiyatlarının aşağıya doğru inmesine neden olmuştur (Öztürk ve Gövdere, 2010: 383).

Gelişen süreçte krizi tetikleyen bir diğer unsur ise konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesidir. Yapısı gereği mortgage kredilerinin faizleri düşük ve uzun vadeli olması nedeniyle bu kredilerin tüm krediler içerisindeki payı da artmıştır. Kredi veren kuruluşlar kredi oranlarını artırmak amacıyla bilançolarındaki bu kredileri, özel amaçlı kuruluşlara devretmiş ve böylece ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirme süreci başlamıştır. Devraldıkları kredileri bir havuzda toplayan özel amaçlı kuruluşlar, bu kredileri dayanak göstererek yeni menkul kıymetler ihraç etmişlerdir. Fakat havuzda toplanan kredilerin farklı risk derecelerine sahip olmaları ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların menkul kıymetlerin olması gerekenden notlarından farklı olması ise menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin krizi tetiklemesini hızlandırmıştır (Kamışlı, 2015: 13).

Önemli finansal kuruluşları, büyük derecelendirme kuruluşlarının herhangi birinden AAA notundan daha düşük bir not alabilecekleri varlıkları ellerinde tutmak istememiş ve yüksek puan almak için güçlü bir beklenti oluşmuştur. Derecelendirme kuruluşlarının ücretleri ise ürünlerini değerlendirdikleri bankalar tarafından ödendiğinden, derecelendirme kuruluşlarının karları bu bankaları mutlu edip etmediklerine bağlı olmuştur. Örneğin, 2005 yılında Moody's derecelendirme kuruluşunun gelirlerinin % 40'ı, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve teminatlı borç yükümlülükleri gibi menkul kıymetleştirilmiş borçların derecelendirilmesinden elde edilmiştir (Crotty, 2009: 566).

Kriz öncesi dönemde faiz oranlarının düşürülmesi ve uzun bir süre de düşük tutulacağına açıklanması geleneksel yatırım araçlarının getirilerini düşürmüştür. Hatta o dönemlerde enflasyona göre düzeltilmiş faiz oranları genellikle negatif olarak hesaplanmıştır. Geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiriler, yatırımcıları ve borç verenleri daha yüksek getiri elde etmek için daha büyük riskler almaya zorlamıştır. Daha fazla kazanma hırsı finansal aracıları, finansal gücü yetersiz olan işletmeleri ve aileleri kredi kullandırmaya itmiştir (Boeri ve Guiso, 2008: 33). Bu duruma bağlı olarak

subprime ipotekli konut kredilerinin payı artmış ve bu kredilerin büyük bir bölümü de menkul kıymetleştirilerek piyasaya sürülmüştür (Kutlu ve Demirci, 2011: 123). 2001 yılında menkul kıymetleştirilen subprime ipotekli konut kredilerinin toplam tutarı 87,1 milyar dolar iken bu tutar 2002 yılında 122,7, 2003 yılında 195, 2004 yılında 362,63, 2005 yılında 465 ve 2006 yılında ise 448,6 milyar dolara ulaşmıştır. Kredi kuruluşları tarafından kullanılan subprime ipotekli konut kredilerinin 2001 yılında % 46'sı menkul kıymetleştirilirken, 2006 yılında bu oran % 75'e kadar çıkmıştır (Ashcraft ve Schuermann, 2008: 2).

Bu gelişmelere bağlı olarak 2004 yılında, aşırı bir şekilde artan konut fiyatlarını ve enflasyon oranını düşürmek amacıyla FED'in faiz artırma yolunu tercih etmesi krizin fitilini ateşlemiştir. 2004 yılında % 1'e kadar gerileyen faiz oranı 2004-2006 yılları arasında toplam 17 kez artırılmış ve 2006 yılında % 5,25'e kadar çıkmıştır (Bkz. Şekil 1). Bu müdahale sonunda konut balonu patlamış ve 2006 yılında en yüksek seviyeye ulaşan konut fiyatları bu tarihten sonra düşmeye başlamıştır. Akabinde birçok subprime ipotekli konut kredi borçlusu borçlarını geri ödeyememeye başlamıştır. Düşen konut fiyatları ve yükselen faiz oranları neticesinde birçok kredi borçlusunun borcu, almış olduğu konutun değerinin üstüne çıkmıştır (Hedlund ve Kahn, 2009: 5; Aktaran. Kutlu ve Demirci, 2011: 124).

2000 yılında ipotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam tutarı 684,4 milyar dolar iken, 2007 yılında bu tutar 2.050,1 milyar dolara ulaşarak yaklaşık üç kat artmıştır (Demir vd., 2008: 533). 2007 yılının başlarından itibaren geri ödememe sorunu artarak devam etmiş, Ekim 2007 itibariyle ödenemeyen subprime ipotekli konut kredilerinin oranı, toplam subprime ipotekli konut kredilerinin % 16'sına ulaşmıştır. Ocak 2008'in sonlarına doğru ise subprime konut kredilerinin % 24'ü vadesinde ödenmemiş veya haczedilmiştir (Sapir, 2008: 90).

14 Mart 2008 tarihinde ABD'deki en büyük on yatırım bankasından birisi olan Bear Stearns'ın iflas noktasına gelmiş ve FED'in desteği ile JP Morgan Chase bankası tarafından satın alınarak kurtarılmıştır. Bu olay finansal krizin başlangıcı olarak kabul edilebilir. Sonrasında 7 Eylül'de, devlet destekli finansal kuruluş olan, geri ödenmeyen ipotek kredileri ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden oluşan oldukça büyük portföylere sahip Freddy Mac ve Fanny Mae şirketlerine müdahale edilerek

kurtarılmıştır. Ardından bir hafta sonra 14 Eylül’de Lehman Brothers yatırım bankası iflasını açıklamış ve aynı gün Merrill Lynch yatırım bankası da Bank of America tarafından satın alınmayı kabul etmiştir. Böylelikle ABD’nin en büyük on yatırım bankasından ikisinin ortadan kaybolması finansal piyasalarda şok etkisi yaratmıştır. İki gün sonra da devasa büyüklükteki küresel sigorta şirketi olan AIG (American International Group), ABD hükümeti tarafından 85 milyar dolarlık bir mali yardımla kurtarılmıştır (Grosse, 2010: 7).

Finansal piyasalarda ortaya çıkan şok dalgası reel sektörü de etkisi altına almış ve krizin ekonomilere olan etkisi, kısa bir süre sonra daha belirgin hale gelmiştir. Ortaya çıkan şok dalgası ABD ile sınırlı kalmayarak çok kısa bir süre içerisinde diğer ülkelere de bulaşarak küresel boyuta ulaşmıştır. Dünyanın birçok ülkesinde finansal piyasalara olan güven azalmış, borsalarda ciddi kayıplar yaşanmış, finansal piyasalardaki bu sorunlar reel sektöre de sirayet ederek uluslararası ticaretin daralmasına, konut fiyatları başta olmak üzere varlık fiyatlarında bir düşüşe, işsizlik oranlarında artışa neden olmuştur.

ABD’de 2007 yılında bütçe açığı 160,7 milyar dolar iken, 2008 yılında ise 458,5 milyar dolara 2009 yılında ise rekor düzey olan 1,4 trilyon dolara ulaşmıştır. Aynı dönemlerde bütçe açıklarının GSYİH’ya oranları, 2007 yılında % 1,2, 2008 yılında % 3,2 ve 2009 yılında % 10,1 ile ikinci dünya savaşından sonraki en yüksek seviyeye ulaşmıştır (Kovancılar, 2013: 77). ABD’deki işsizlik oranları, 2007 yılında 4,6, 2008 yılında 5,8 ve 2009 yılında ise 9,3 olarak gerçekleşmiştir. Dünya ekonomisinin büyüme oranları ise, 2007 yılında % 4,0, 2008 yılında % 1,5 ve 2009 yılında ise - % 2,3 olarak gerçekleşmiştir (Göçer, 2013: 173-174).

1.3.4.2. 2008 Finansal Krizinin Türkiye’ye Etkisi

ABD’deki konut sektöründeki problemlerden kaynaklanan finansal kriz kısa zamanda tüm dünyaya yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır. Türkiye de söz konusu küresel krizden çok derin olmasa da etkilenmiştir. Özellikle Türkiye’nin 2001 yılı krizi sonrası bankacılık sistemindeki yapılan yapısal reformalar Türkiye finansal piyasalarının 2008 krizinden yıkıcı bir şekilde etkilenmesini önlemiştir. Reel sektörde ise krizin etkisi daha çok hissedilmiştir.

Özellikle 2000’li yılların başlarından itibaren finansal piyasalardaki likidite bolluğundan Türkiye ekonomisi de yüksek faiz oranları sayesinde faydalanmıştır. 2008 finansal krizi ile birlikte likidite bolluğu son bulmuş ve tüm dünya ülkeleriyle birlikte Türkiye ekonomisi de bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Krizle birlikte uluslararası piyasalardan temin edilen fonların ciddi bir şekilde azalması sonrasında dış borçlanma imkanlarının zorlaşması ve borçlanma maliyetlerinin artması, ülkedeki tasarruf açığı nedeniyle dış kaynak talebi yüksek olan Türkiye’yi kötü etkilemiştir. Dahası Avrupa ekonomilerinin finansal kriz nedeniyle yaşadığı ekonomik durgunluk, Avrupa’nın Türkiye’nin en büyük ticaret ortağı konumunda olması nedeniyle Türk ekonomisinin de yavaşlamasına sebep olmuştur (Ertuğrul vd., 2010: 62).

Tablo 1.1’de 2008 finansal krizi öncesinde ve sonrasında Türkiye’nin makroekonomik göstergeleri yer almaktadır.

Tablo 1.1: Kriz Öncesi ve Sonrası Makroekonomik Göstergeler

	Büyüme Oranları	Toplam Sanayi Üretim Endeksi	İşsizlik Oranları	Kişi Başı GSYİH (\$)	TÜFE (Yıllık % Değişim)
2005	9,0	59,6	10,6	7.304	7,72
2006	7,1	64,0	10,2	7.906	9,65
2007	5,0	68,5	10,3	9.656	8,39
2008	0,8	68,1	11,0	10.931	10,06
2009	-4,7	61,3	14,0	8.980	6,53
2010	8,5	69,4	11,9	10.560	6,40
2011	11,1	80,1	9,8	11.205	10,45

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2018).

Tablo 1.1’den Türkiye’nin büyüme oranlarına bakıldığında kriz döneminde belirgin bir azalışın olduğu görülmektedir. 2007 yılında % 5 büyüyen ekonomi krizin başladığı 2008 yılında % 0,8 büyüebilmiş, 2009 yılında ise % 4,7 küçülmüştür. Kriz sonrasında ise hızlı bir toparlanma yaşararak sırasıyla % 8,5 ve % 11,1 büyümüştür. Aynı dönemde sanayi üretim endeksine bakıldığında ise 2008 yılında bir önceki yıla göre sadece 0,04 puan azalış gerçekleşmiş, 2009 yılında ise ciddi bir azalış meydana gelmiş, endeks 61,3’e inerek 6,8 puanlık bir düşüş yaşanmıştır. Sonraki yıllarda ise yine ciddi bir toparlanma göze çarpmaktadır. İşsizlik oranlarında da 2008 ve 2009 yıllarında bir ayrışma belirginleşmekte, 2008 yılında işsizlik oranı bir önceki yıla göre % 0,07

puan artarak % 11'e yükselmiş, 2009 yılında ise işsizlik oranı bir önceki yıla göre % 3 artarak % 14 olarak gerçekleşmiştir. Kişi başı GSYİH verileri incelendiğinde, 2007 yılında 9.656 \$ olan değer, 2008 yılında % 13'lük artışla 10.931 \$'a yükselmiştir. Finansal krizin en derin hissedildiği 2009 yılında ise kişi başı GSYİH değeri yaklaşık % 18'lik bir azalışla 8.980 \$ olarak gerçekleşmiştir. Tüketici fiyat endeksine bakıldığında sadece 2008 yılında ciddi bir artışın olduğunu görmek mümkündür. 2008 yılında TÜFE, % 8,39'dan % 10,06 ya yükselmiş, 2009 yılında ise ciddi bir toparlanmayla kriz öncesi dönemin de altına inerek % 6,53'e düşmüştür.

Tablo 1.2'de ise 2005-2011 yılları arasında sektörlerin büyüme oranları yer almaktadır.

Tablo 1.2: Kriz Öncesi ve Sonrası Sektörlerin Büyüme Oranları

	Tarım	Sanayi	Hizmetler	İnşaat
2005	7,9	9,7	8,5	15,0
2006	1,5	9,3	7,2	25,6
2007	-6,2	6,4	5,9	10,6
2008	4,5	0,7	0,7	-4,7
2009	4,1	-8,6	-3,9	-15,9
2010	7,7	10,3	6,2	17,1
2011	3,4	17,3	10,4	24,7

Kaynak: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-veriler/#1540461995857-3570233a-09e6>.

Tarım sektörünün büyüme verileri incelendiğinde finansal krizden etkilendiğini söylemek mümkün olacaktır. Sanayi sektörü verilerine bakıldığında sektörün finansal krizden derin bir şekilde etkilendiği anlaşılmaktadır. Bu sektörde krizin etkilerinin 2007 yılı ile başladığını söylemek mümkündür. Büyümede, 2007 yılında, önceki yıla göre 2,9 puanlık bir azalış yaşanmış, 2008 yılında ise krizin etkisi daha çok kendini göstermiş ve büyüme sadece % 0,7 olarak gerçekleşmiştir. Kriz sanayi sektörüne yıkıcı etkisini 2009 yılında göstermiş olup bu yıl sanayi sektörü % 8,6 küçülmüştür. 2010 yılında ise sanayi sektöründe ciddi bir toparlanma yaşanarak, sektörde önceki yıla göre % 10,3'lük bir büyüme gerçekleşmiştir. Hizmetler sektörünün de krizden etkilendiğini görmek mümkündür. 2007 yılında hizmetler sektöründe % 5,9 büyüme gerçekleşirken, 2008 yılında büyüme sadece % 0,7 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise sektör % 3,9 küçülmüş, 2010 yılında ciddi bir toparlanmayla önceki yıla göre % 6,2 büyüme gerçekleşmiştir. Finansal krizin belki en ciddi etkisi inşaat sektörüne

olmuştur. 2007 yılında % 10,6 büyüyen sektör, 2008 yılında % 4,7 küçülmüş, 2009 yılında ise % 15,9'luk bir küçülmeye büyük yara almıştır. Ancak 2010 yılına gelindiğinde sektörde ciddi bir toparlanma yaşanarak, % 17,1'lik bir büyüme başarılmıştır.

Tablo 1.3 ise kriz öncesinde ve sonrasında kurulan ve kapan şirket ve kooperatif sayıları yer almaktadır.

Tablo 1.3: Kriz Öncesi ve Sonrası Kurulan ve Kapanan Şirket ve Kooperatif Sayıları

	Kurulan Şirket ve Kooperatif Sayısı	Kapanan Şirket ve Kooperatif Sayısı	Kurulan – Kapanan (Farkı)	Kurulan-Kapanan % Değişim
2006	52.699	9.471	43.228	12,2
2007	55.350	9.954	45.396	5,0
2008	49.003	9.578	39.425	-13,2
2009	44.472	10.395	36.077	-13,6
2010	51.968	13.442	38.526	13,1
2011	54.442	14.991	39.451	2,4

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2018a).

Tablo 1.3'e bakıldığında kurulan ve kapanan şirket ve kooperatif sayılarında kriz dönemi olan 2008- 2009 yılları göze çarpmaktadır. 2008 yılında bir önceki yıla göre kurulan şirket sayısında ciddi bir azalış meydana gelirken, kapanan şirket sayısı ise neredeyse sabit kalmıştır. Kurulan kapanan arasındaki fark 5.971 azalarak toplamda önceki yıla göre % 13,2'lik bir azalış meydana gelmiştir. 2009 yılında ise kurulan kapanan arasındaki fark 3.348 azalarak, toplamda 2008 yılına göre % 13.6'lık bir azalış meydana gelmiştir. Sonraki yıllarda ise kriz dönemine göre bir toparlanma olmakla birlikte kriz öncesi döneme ulaşamamıştır.

Küresel finansal kriz Türkiye'nin kamu maliyesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Tablo 1.4'de Türkiye'nin merkezi yönetim bütçesinin detayları yer almaktadır.

Tablo 1.4: Merkezi Yönetim Bütçesi

	Bütçe Gelirleri	Bütçe Giderleri	Bütçe Açığı	Bütçe Açığı/GSYİH (%)
2005	152.784	159.687	6.903	1,0
2006	173.483	178.126	4.643	0,6
2007	190.360	204.068	13.708	1,6
2008	209.598	227.031	17.432	1,8
2009	215.458	268.219	52.761	5,3
2010	254.277	294.358	40.081	3,5
2011	296.824	314.359	17.783	1,3

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018b).

Bütçe gelirlerine bakıldığında, 2007 yılından 2008 yılına gelindiğinde yaklaşık % 10'luk bir artış olmuşken 2009 yılına gelindiğinde 2008 yılına göre yaklaşık % 3'lük bir artış olmuştur. Bütçe giderlerinde ise 2008 yılında bir önceki döneme göre yaklaşık % 11'lik bir artış olmuş, 2009 yılında ise bir önceki yıla göre % 18'lik bir artış meydana gelmiştir. Yani 2008 yılından 2009 yılına gelindiğinde bütçe gelirleri % 3 artarken Bütçe giderleri ise % 18 artmıştır. Dolayısıyla bu durum, 2009 yılındaki bütçe açığının aşırı yükselmesinde temel etken olmuştur. Bütçe açığının GSYİH'ya oranında da 2007 yılından başlayan bir artış göze çarparken 2009 yılında, bütçe açığının GSYİH'ya oranı 5,3 ile zirve yapmıştır. Finansal krizin ülke bütçesine en büyük etkisi 2009 yılında gerçekleşmiştir. 2010 yılında bütçe açığının biraz azaldığını görmek mümkünken, hala kriz öncesi dönem verilerinden oldukça uzaktır.

BÖLÜM 2

FİNANSAL GEVŞEKLİK

Araştırmanın bu bölümünde gevşeklik ve örgütsel gevşeklik kavramları, gevşeklik kaynakları, gevşeklik türleri, gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişki ve finansal gevşeklik konuları ele alınmıştır.

2.1. GEVŞEKLİK (SLACK) VE ÖRGÜTSEL GEVŞEKLİK (ORGANIZATIONAL SLACK)

“Financial Slack” kavramını tanımlamadan önce “Slack” kavramını açıklamak daha doğru olacaktır. İngilizce’de “Slack” kelimesinin Türkçe karşılığına bakıldığında kelimenin isim anlamları; gevşek, tembel, ağır hareket eden, yavaş, ağır, atıl, kayıtsız, mıymıntı (Oxford, İngilizce-Türkçe Sözlük, 1590), gevşek, sarkık, laçka, durgun, sönük, kesat, hareketsiz, ilgisiz, kayıtsız (<https://dictionary.cambridge.org>), gevşeklik, laçka, gevşek, durgunluk, boşluk, serbestlik, (<http://tureng.com>), kelimenin fiil anlamları ise; gevşetmek, yavaşlatmak, tembellik etmek, gevşemek, tavsamak, yan gelmek (Oxford, İngilizce-Türkçe Sözlük) olduğu görülmektedir.

Yukarıda kelime anlamları verilen “Slack” kavramı yerli literatürde birkaç araştırmacı tarafından çalışılmış olup, Eryılmaz (2005) ve Gürkan ve Çakmak (2016) çalışmalarında “Slack” kavramı yerine “Bolluk” kelimesini kullanmış, Papatya vd., (2015) ise “Gevşek” kelimesini kullanmıştır. Bu çalışmada ise “bolluk” ifadesi yerine “Gevşeklik” ifadesinin kullanılmasının daha doğru olacağı düşünülmektedir. Çünkü bu alanda yapılan araştırmaların içeriği incelendiğinde “bolluk” ifadesinin içeriği karşılamadığı görülmektedir. Örneğin, Bourgeois (1981), Slack’i bisiklet zincirine benzetmiş, zincirin çok sıkı olması durumunda en küçük bir baskı anında zincirin kopacağından dolayı zincirin biraz gevşek olması gerektiğini belirtmiştir. Firmaların da aynı bisiklet zincirinde olduğu gibi kötü zamanlarda kullanmak üzere fazla kaynak bulundurmaları gerektiğini vurgulamıştır. Dolayısıyla “Slack” kelimesinin Türkçe karşılığı olarak “Gevşeklik” kelimesinin kullanılması önerilmektedir.

Gevşeklik (Slack) kavramı örgütsel literatürde ilk olarak Cyert ve March’ın 1963 yılında çıkardıkları “Firmanın Davranışsal Kuramı” isimli kitabında yer almıştır.

Bu kitapta örgütsel gevşeklik (organizational slack) kavramından bahsedilmiş ve “toplam gerekli ödemelerle toplam kaynaklar arasındaki fark” olarak tanımlanmıştır (Mousa, 2009: 25). Sonrasında ise Bourgeois (1981) örgütsel gevşekliği, “işletmenin iç baskıları düzeltmesine ya da politik değişiklikler sonucu dış baskılara başarılı bir şekilde uyum sağlamasına, bunun yanı sıra dış çevreye uyum sağlamak üzere strateji değişikliklerinin başlatılmasına imkan sağlayan gerçek ve potansiyel kaynaklar havuzu” şeklinde tanımlamıştır.

Yapılan literatür taramasına göre “Slack” üzerine yapılan araştırmalar incelendiğinde, bazı çalışmaların sadece “Slack (Gevşeklik)”, bazı araştırmaların ise “Organizational Slack (Örgütsel Gevşeklik)” kavramını kullandığı, ancak araştırmaların içeriği incelendiğinde aynı kavramdan bahsedildiği anlaşılmaktadır. Kavramların her ikisi de aynı anlamı içerdiğinden bu araştırmada iki kavram birleştirilerek “gevşeklik” kavramı kullanılacaktır. Aşağıda bu kavrama ait farklı tanımlar yer almaktadır:

✓ Cyert ve March (1963), işletmenin faaliyetlerinin sürdürülebilmesi için gerekli olan ödemeler ile işletmede var olan kaynaklar arasındaki fark olarak tanımlamıştır (Bourgeois, 1981: 30).

✓ Rosner (1968), organizasyonun korunabilmesi için gerekli olan ödemelerle, çevreden elde edilen gelirler arasındaki fark olarak tanımlamıştır.

✓ Cohen vd., (1972)’e göre, firma kaynakları ile bunun üzerine yapılan taleplerin birleşimi arasındaki farktır (Bourgeois, 1981: 30).

✓ March ve Olsen (1976)’e göre, mevcut kaynaklar ile talepler arasındaki farktır (Bourgeois, 1981: 30).

✓ Dimick ve Murray (1978)’e göre, bir kuruluşun edinmiş olduğu ve gerekli bir harcamayı taahhüt etmeyen kaynakları ifade eder. Temel olarak, bunlar isteğe bağlı kullanılabilecek kaynaklardır.

✓ March (1979), beklenmedik olaylara ve çevresel değişimlere karşı bir tampon olarak hareket edebilen fırsatlar ve yedek kaynaklardır (Rafailov, 2017: 1).

✓ Bourgeois (1981), işletmenin iç baskıları düzeltmesine ya da politik değişiklikler sonucu dış baskılara başarılı bir şekilde uyum sağlamasına, bunun yanı sıra

dış çevreye uyum sağlamak üzere strateji değişikliklerinin başlatılmasına imkan sağlayan gerçek ve potansiyel kaynaklar havuzudur.

✓ Levinthal ve March (1981), organizasyonun gerçekte ulaştığı performans ile potansiyel performansı arasındaki fark olarak tanımlamıştır. Performans hedefleri aşarsa gevşeklik biriktirilmektedir.

✓ Nohria ve Gulati (1996), belli bir örgütsel üretim seviyesine ulaşabilmek için gerekli olan asgari düzeyin üzerindeki kaynaklar havuzudur.

✓ Ang ve Straub (1998), bir organizasyonu sürdürebilmek için gerekli olanın üzerindeki kaynaklardır. Organizasyonları gevşeklik üretmeye iten sebep ise kaynak bulma sıkıntısıdır.

✓ Geiger ve Cashen (2002), belli bir örgütsel üretim seviyesini elde edebilmek için gerekli olan asgari miktarın üzerindeki bir işletmede mevcut kaynaklar olarak tanımlamıştır.

✓ Mishina vd., (2004), bir firmanın sahip olduğu kaynaklar ile mevcut işletmenin kaynak talepleri arasındaki farkı temsil eden dinamik bir miktar olduğu şeklinde tanımlamıştır.

✓ Daniel vd., (2004), firmaların hem tehditlere karşı koyacakları (örneğin, rakiplerin hamlelerine karşılık olarak) hem de fırsatlardan faydalanacakları (örneğin, satış artışının sürdürülmesi gibi) ihtiyari bir hareket tarzı olarak kullanabilecekleri bir kaynak tamponudur.

✓ George (2005), örgütsel hedefleri başarmak için yeniden düzenlenebilecek veya yönlendirilebilecek potansiyel kaynaklar olarak tanımlamıştır.

✓ Herold vd. (2006)'e göre, hem firmaları çevresel değişikliklerden koruyan hem de yenilik faaliyetleri gibi isteğe bağlı tahsisler için bir fırsat sunan aşırı kaynaklardır.

Yukarıda da görüleceği gibi, “Gevşeklik (Slack)” kavramı üzerine birçok tanım yapılmakla birlikte henüz bir fikir birliğinin oluşmadığı görülmektedir. Ancak çoğu tanımda aslında “tamponlar” veya “fırsatlar” sağlayan “aşırı” kaynaklar fikrinin yer aldığını görmek mümkündür. Bu nedenle gevşekliğin toplam kaynaklardan ziyade, aşırı kaynakları ifade ettiği söylenebilir (Moses, 1992: 42). Aynı zamanda yönetim

literatüründe yoğun bir şekilde kullanılan gevşeklik kavramı, öngörülebilir ihtiyaçlara yönelik minimum seviyeyi aşan bir kaynak olduğu yönünde fikir birliğinin oluştuğu anlaşılmaktadır (Lewis, 2013: 7). Belli bir planlama döngüsü içerisinde bir organizasyon için mevcut aşırı kaynaklar stoku olarak da ifade edilen gevşeklik, önceki dönemlerde firma performansının bir sonucu olarak, planlanmış bir tampon olarak ya da zayıf bir planlamanın sonucu olarak ortaya çıkabilir (Voss vd., 2008: 148).

Her ne kadar gevşeklik aşırı kaynak mevcudiyeti olarak bilinse de, gevşekliğin sadece hâlihazırda mevcut olan kaynaklardan oluşmadığı, aynı zamanda potansiyel olarak kullanılabilir kaynakları (borç gibi) da içerdiği söylenebilir. Bu anlamda örgütsel gevşeklik iç ve dış perspektiften düşünüldüğünde, iç gevşeklik, firma içerisinde mevcut olan ya da firma içerisinde önceden kullanılmış (absorbe edilmiş) kaynakları içerirken, dış gevşeklik ise, hali hazırda firma içerisinde mevcut olmayan en iyi borç finansmanı olarak düşünülebilecek kaynakları içermektedir (Geiger ve Cashen, 2002: 69).

Gevşekliğin Bourgeois (1981)'e göre dört temel işlevi vardır. İlk olarak firmada yer alan çalışanların ayrılmalarmı için onlara gerekenden daha fazla ödeme sunduğundan bir teşvik sistemi olarak kullanılabilir. İkincisi, örgütsel alt birimlerin yer aldığı durumlarda, alt birimler kullanılmayan kaynakların kendilerine düşen kısımlarını süreç iyileştirmeye veya problem çözümüne aktarılabilir. Dolayısıyla gevşeklik çatışmaların çözümüne hizmet eder. Üçüncüsü, örneğin bir müşteri, satıcısından sipariş ettiği mal miktarını aniden artırdığında, ortamdaki ani değişikliklere uyum sağlamak için bir tampon mekanizması görevini üstlenir. Yani gevşeklik kısa süreli adaptasyon sürecini kolaylaştırır. Son olarak da stratejik ve yaratıcı davranışları kolaylaştırmaktadır. Aslında işletmenin normal akışı içerisinde kullanılmayan kaynaklar, yeni bir iş fırsatını yakalamak, yeni bir ürün geliştirmek veya bir büyüme stratejisini gerçekleştirmek gibi uzun vadeli kararlar almak için de kullanılabilir. Kısacası gevşekliğin ilk iki işlevi iç gerilimlerle ilgili iken, diğer iki işlevi ise dış gerilimlerle ilgilidir (Donada ve Dostaler, 2005: 26).

Gevşeklik, firmalarda amaç çatışmasını azaltmakta, sistem içerisindeki bilgi işlem süreçlerini kısaltmakta ve firma içerisindeki politik davranışların desteklenmesine hizmet etmektedir (Bourgeois, 1981: 29). Bununla birlikte firmalar gevşekliğı, modern

projelerin hayata geçirilmesinde bir kaynak olarak, performans bozulmalarına karşı bir cevap olarak veya piyasada meydana gelen durgunluklarda bir tampon olarak kullanabilirler (Stan vd., 2014: 474). Özellikle çalkantılı günlerde gevşeklik kaynakları firmanın sıkıntılı olan bölümlere yoğunlaşmasını sağlayarak sorunların çözümüne olanak sağlamaktadır (Tan ve Peng, 2003: 1250).

Genel olarak gevşeklik, işletmeler açısından aşağıdaki rollere sahiptir (Stan vd. 2014: 475):

- ✓ İşletmedeki bozulmaları önleyen, iş akışı için şok emiciler olarak görev yapan yedek kaynaklar yastığıdır,
- ✓ Firmaların teknik yapısını koruyarak çevredeki büyük değişikliklere karşı ayak uydurmalarını sağlar,
- ✓ Yeni ürün inovasyonu ve deneylere imkan sağlayarak, yaratıcı davranışları kolaylaştırmaktadır,
- ✓ Yüksek maaşlar sebebiyle firma çalışanlarının firmada kalmaları için teşvik edicidir,
- ✓ Önemli projelere izin vererek, çatışmaların çözümü için kaynak sağlar.

Önceki çalışmalar, firmaların çevresel şokları emme (absorbe etme) ve firmanın temel yapısını dış çevresel etkilerden koruma kabiliyetinin gevşeklik ile pozitif bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Thompson (1967), gevşeklik kavramını, firmaların teknik yapısına girdilerin sürekli akışına izin veren “emilim mekanizması” olarak ele almıştır. Temel olarak gevşeklikle birlikte, firmalar belli bir üretim seviyesine ulaşabilmek için gerekli olan girdilerden daha fazlasına sahip olacaklar ve böylece gelecekte kullanılmak üzere çeşitli şekillerde kaynaklar depolanacaktır (Chandler, 2008: 45).

Yönetimsel kararlar üzerindeki etkisi nedeniyle gevşekliğin benzersiz bir örgütsel kaynak sınıfı olduğu söylenebilir. Örneğin, daha fazla gevşekliğe sahip firmaların gevşekliği, çevresel değişimleri absorbe ederek rekabetçi gereksinimlerden firmaları tamponladığından, firmanın teknik çekirdeğinde değişiklik yapma ihtimalinin daha az olduğu ileri sürülmüştür. Başka bir ifadeyle firmalar, gevşeklik sayesinde kendilerini ciddi bir şekilde değiştirmeden rekabet zorluklarıyla mücadele

edebilmektedirler. Çünkü gevşeklik, kötü şartlar altında bile firmaların tatmin edici bir performans göstermelerini sağlayabilmektedir. Ayrıca gevşeklik, belli amaçlara uygun olarak oluşturulmadığından, gereğine uygun şekilde kullanılan ya da kullanılmayan önemli derecede yönetsel takdir yetkisi sağlamaktadır (Suzuki, 2013: 83).

Yönetim literatüründe kurumsal yönetimle ilgili olarak, örgütsel küçülmenin genellikle ekonomik verimliliği artırdığı düşünülmektedir. Örgütsel küçülme fikrinin altındaki temel düşünce ise, örgütsel küçülme gevşekliğin ortadan kaldırılması ile sağlanmakta ve bu sayede performans artmaktadır. Bu nedenle “gevşeklik” kelimesi genelde olumsuz bir çağrışımı da beraberinde getirmektedir (Lee, 2011: 2). Elbette örgütsel teori yaklaşımına sahip örgütsel teorisyenler, gevşeklik kaynaklarının firma için ek bir maliyet olduğunu ve aşırı gevşeklik seviyesinin savunulamayacağını kabul etmektedir. Ancak genel olarak fayda maliyet açısından bakıldığında, gevşekliğin faydalarının maliyetlerinden daha ağır basacağına ve sıfır gevşekliğin bir örgüt için gerçekçi olmadığına inanılmaktadır (Tan ve Peng, 2003: 1251).

2.2. GEVŞEKLİK KAYNAKLARI

Gevşeklik kaynakları, hâlihazırda bir organizasyonun sahip olduğu mevcut kaynaklar ile minimum kaynak gereksinimi arasındaki farkı ifade etmektedir. Bu kaynaklar, firmaların çevre tarafından sunulan avantajlı fırsatlardan yararlanmalarına imkân sağlamak ve büyümelerini teşvik ederek “verimli hizmetler” sunmaktadır (Dai ve Kittilaksanawong, 2014: 1). Yeni kaynaklar üretme ve yaratma esnekliğini sağlayabilen veya örgütsel amaçlara ulaşmak için mevcut kaynakları güçlendiren ve genişleten firmaya özgü kaynaklardır (Chen, Yang ve Lin, 2013: 1970). Bu kaynaklar, gereksiz çalışanlar, kullanılmayan kapasite ve gereksiz sermaye harcamaları gibi fazla girdilerin yanı sıra, bir firmayı teknoloji sınırına yaklaştırabilecek yenilikler ve müşterilerden elde edilebilecek gelir ve karlardaki artışlar gibi çıktıları artırmak için beklenmedik fırsatları da içermektedir. Dahası bu kaynaklar çeşitli şekillerde dağıtılabilir. Bütçe kesintileri, çevresel sarsıntılar veya dengesiz performans gibi beklenmedik durumlara kaşı koyabilmek için gevşeklik kaynaklarını kullanabilir (Nohria ve Gulati, 1996: 1246). Bununla birlikte, temel işletmeyi rakiplerine karşı korumak ve ürün veya pazar yeniliklerine yatırım yaparak firma stratejilerini yeniden yönlendirmek için kullanılabilir (Wiersma, 2017: 445-446). Dolayısıyla gevşeklik

kaynakları, mevcut kapasitenin değiştirilmesi ya da çevresel değişikliklere (fırsatlar ya da tehditler) karşı yeni bir cevap oluşturmak için gereklidir (Sirmon vd., 2007: 278).

Gevşeklik kaynakları kurumsal yönetim açısından da vazgeçilmez bir unsurdur. Bu kaynaklar kullanılarak beklenmeyen iç ve dış krizler veya fırsatlar yönetilebilir ve rekabet avantajı yakalanabilir. Özellikle firmaların karmaşık ve rekabetçi bir çevreye uyum sağlamalarına, değişiklikleri denemelerine veya belirsizliği yüksek olan alanlara erişmelerine, stratejik uygulamaların veya çevresel değişikliklerin etkisini azaltmalarına imkân sağlar (Kim vd., 2017: 389).

Bir firmanın ihtiyaç duyduğu gevşeklik kaynak seviyesinin, karşı karşıya kaldığı dış baskının düzeyine bağlı olduğu iddia edilmektedir. Dolayısıyla bir firmanın kaynak seviyesinin, ticaret ortaklarına olan bağımlılığından kaynaklandığı da söylenmektedir. Tedarikçiler ve müşteriler arasındaki karşılıklı bağımlılık dengesi, tedarikçi firma tarafından biriktirilen gevşeklik kaynaklarının seviyesi üzerinde bir etkiye sahiptir. Bir firma ticari partnerine ne kadar bağımlıysa, baskın partnerin dayattığı ani dalgalanmalara karşı o kadar hızlı tepki vermesi gerekir. Gevşeklik kaynaklarının biriktirilmesi, baskın alıcının gelecek ihtiyaçlarının karşılanmasını veya öngörülemeyen taleplerine cevap verilmesi noktasında avantaj sağlamaktadır (Donada ve Dostaler, 2005: 29).

Son dönemlerde işletmeler açısından verimlilik, yalın bir işletme mekanizması oluşturma girişimleri için vazgeçilmez bir amaç olarak kullanılmıştır. Buradaki temel amaç ise küresel rekabet ve kısa süreli hesap verebilirlik konusunda bazı değişiklikler ve maliyet azaltma hedefleridir. Bu amaçla firmaların gelecekteki esneklikleri, yenilikçilikleri ve öğrenmeleri için oldukça önemli olan ve yeteneklerini oluşturmaları için gerekli olan kaynaklar elimine edilmektedir. Aksine doğrudan işletme çıktıları için tahsis edilmemiş kaynaklar (gevşeklik kaynakları) sadece değerli olmakla kalmayıp, çoğu zaman da gereklidir. İşletmeler giderek daha karmaşık hale gelirken daha az insanla daha fazla işin yapılmasının beklenilmesi geleceğin anlaşılmadığının bir göstergesidir. Bilgi ve teknolojinin hızı ve karmaşıklığı ile başa çıkmak için gereken örgütsel çabalar daha çok emek yoğunudur ve olası sonuçları tahmin etmek, işlemek ve yansıtmak zaman gerektirir. Bazı durumlarda bu çabalar, öngörülemeyen etkileşimleri önceden belirleyip ve ani cevap vermeye izin veren yedek sistemleri gerektirir. Bu

faaliyetler, kısa vadeli çıktılara tamamen bağlanmamış sistemleri ve insanları gerektirir. Bu tip kaynakların kolay bir şekilde elimine edilmesinin sebebi ise kaynaklardan elde edilecek sonuçların kısa vadede görülemez olması olabilir. Ancak bu tür kaynaklar uzun vadede bilgi, öğrenme ve korunma şeklinde karşımıza çıkabilir (Lawson, 2001: 125).

2.3. GEVŞEKLIK TÜRLERİ

Mevcut literatür incelendiğinde, gevşeklik tanımlamalarında olduğu gibi gevşeklik türlerinde ve gevşeklik ölçümlerinde de bir fikir birliğinin oluşmadığını görmek mümkündür. Gevşeklik ölçümlerinin genellikle muhasebe temelli verilerden elde edildiği söylenebilir.

Gevşeklik üzerine yapılan çalışmalarda daha çok Bourgeois ve Singh (1983) tarafından ileri sürülen ve geri kazanım kolaylığına göre yapılmış bir sınıflamanın tercih edildiği görülmektedir. Bunlar: Mevcut Gevşeklik, Geri Kazanılabılır Gevşeklik ve Potansiyel Gevşekliktir. Bir diğer sınıflandırma ise Sharfman vd., (1988) tarafından yapılmış sınıflandırmadır. Bu sınıflandırmada ise takdir yetkisinin kullanımına göre bir değerlendirme yapılmaktadır. Bunlar: Yüksek Takdir Yetkisi (örneğin nakit gibi) Düşük Takdir Yetkisi (örneğin makine kapasitesi)'dir. Gevşekliğin ölçümü ile ilgili birçok sınıflandırma olmakla birlikte, esasında bu ölçümler benzerdir ve genellikle geri kazanım kolaylığını vurgulamaktadır (Chiu ve Liaw 2009: 323). Bir başka sınıflama ise Singh (1986) tarafından yapılmış olup; "Emilmemiş (Absorbe Edilmemiş) Gevşeklik" ve "Emilmiş (Absorbe Edilmiş) Gevşeklik"tir. Geiger ve Cashen, (2002) ise gevşekliği iç ve dış gevşeklik olarak sınıflandırmıştır (Marlin, 2014: 24).

Literatürde yer alan gevşeklik türleri aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır (Gral, 2014: 18):

- ✓ Mevcudiyet düzeyine göre gevşeklik türleri: Mevcut Gevşeklik, Geri Kazanılabılır Gevşeklik, Potansiyel Gevşeklik,
- ✓ Emilim düzeyine göre gevşeklik türleri: Emilmemiş (absorbe edilmemiş) Gevşeklik, Emilmiş (absorbe edilmiş) Gevşeklik,
- ✓ Yayılım düzeyine göre gevşeklik türleri: Üretilmiş Gevşeklik, Yatırılmış Gevşeklik,

- ✓ Takdir yetkisi düzeyine göre gevşeklik türleri: Yüksek Takdir Yetkisi Gevşekliği ve Düşük Takdir Yetkisi Gevşekliği,
- ✓ Kaynak mevcudiyeti / Kaynak talebine göre gevşeklik: Geçici gevşeklik,
- ✓ Kaynak türüne göre gevşeklik türleri: Finansal Gevşeklik, Operasyonel Gevşeklik, Müşteri İlişkiler Gevşekliği ve İnsan Kaynakları Gevşekliği.

Literatürde birçok gevşeklik türünün yer aldığını görmek mümkünse de en çok kullanılan gevşeklik türü, ilk sıralamada yer alan, gevşekliğin mevcudiyetine göre yapılan sınıflandırmadır.

2.3.1. Mevcudiyet Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri

Gevşeklik kaynaklarının firma içerisinde mevcut olup olmama durumuna göre yapılmış bir sınıflandırmadır. Bu sınıflandırmaya göre gevşeklik, Mevcut Gevşeklik, Geri Kazanılabılır Gevşeklik ve Potansiyel gevşeklik olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.

2.3.1.1. Mevcut Gevşeklik (*Available Slack*)

İşletmenin teknik yapısı içerisinde henüz kullanılmamış varlıklardır (örneğin aşırı likidite gibi) (Moses, 1992: 42). Mevcut gevşeklik, firma içerisinde nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetler gibi nakit varlıklardan oluşmaktadır (Chandler, 2008: 24). Bir firma içerisinde özel bir tüketim için kullanılmamış ve esnek olarak kullanılabilen yüksek takdir yetkisi gücüne sahip bir varlıktır. Nakit ve finansal enstrümanlardan oluşan bu varlıklar gelecek finansal varlıklar olarak firmada mevcuttur (Kim vd., 2017: 392).

2.3.1.2. Geri Kazanılabılır Gevşeklik (*Recoverable Slack*)

Sistem içerisinde aşırı maliyetler olarak emilmiş (absorbe edilmiş) olan ancak istenilmesi halinde geri kazanılabilen kaynaklardır (Örneğin aşırı genel giderler gibi) (Moses, 1992: 42). Geri kazanılabilir gevşeklik, firmanın faaliyetlerinin sürdürülmesi ve kısa süreli işlemleri için gerekli olanın üzerinde yönetsel kaynak kullanımınıdır (Greve, 2003: 687-688).

2.3.1.3. Potansiyel Gevşeklik (Potential Slack)

Firmaların dışardan ilave kaynak bulma kapasitesi olarak tanımlanabilir (örneğin sermaye artırma kapasitesi gibi) (Moses, 1992: 42). Potansiyel gevşeklik, firmanın cari bir kaynağı olmamakla birlikte, borç finansmanı yoluyla erişilebilen bir dış kaynaktır. Bu nedenle potansiyel gevşekliğe daha zor erişilebilir ve uygulama noktasında zaman çizelgesi daha uzun olabilir (Chandler, 2008: 6).

2.3.2. Emilim Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri

Emilim düzeyine göre gevşeklik türleri iki grupta toplanmıştır. Emilmemiş gevşeklik (unabsorbed slack), organizasyon içerisinde henüz taahhüt edilmemiş aşırı likit kaynakları ifade ederken, Emilmiş gevşeklik (absorbed slack) ise, organizasyon içerisinde kullanılmış aşırı maliyetleri tanımlamaktadır. Emilmemiş gevşeklik, halihazırda herhangi bir ödeme için taahhüt edilmediğinden doğrudan ve kolayca kullanılabilir. Dolayısıyla bu gevşeklik türünde esneklik oldukça yüksektir. Öte yandan emilmiş gevşeklik ise belli bir kullanım için taahhüt edilmiş olup, firma sistemi içerisine dahil edilmiştir (maaşlar, aşırı harcamalar ve diğer yönetim maliyetleri gibi). Bu nedenle sistem içerisinde yeniden düzenlenmesi daha zordur (Herold vd., 2006: 374; Chandler, 2008: 6; Gral, 2014: 19; Marlin, 2014: 24).

2.3.3. Yayılım Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri

Yayılım düzeyine göre gevşeklik türleri iki gruba ayrılmıştır. Esnekliğin iyileştirilmesi ve stratejik seçeneklerin geliştirilmesi için mevcut kaynaklar üretilmiş gevşeklik (generated slack) olarak tanımlanmıştır. Buna, likit kaynak üretme ve ilave borçlanma kabiliyeti veya öz kaynak artışı kapasitesi de ilave edilebilir. Yatırılmış gevşeklik (invested slack) ise esnekliği engelleyen ve stratejik seçeneklerin geliştirilmesi fırsatlarını azaltan harekete geçirilmiş kaynaklardan oluşmaktadır (örneğin, ücretler, çalışma sermayesi ve varlıklar gibi). Yine bu sınıflandırma, gevşekliğin mevcudiyet düzeyi ve Emilim düzeyi sınıflandırmalarına benzemektedir (Gral, 2014: 19).

2.3.4. Takdir Yetkisi Düzeyine Göre Gevşeklik Türleri

Sharfman vd. (1988) tarafından yapılan sınıflandırmada da gevşeklik iki boyutta ele alınmıştır. Yazarlar gevşekliği, yöneticiler açısından yüksek ve düşük takdir yetkisi olarak ele almışlardır. Yüksek takdir yetkisi gevşekliği (high discretion slack), nakit ve nakit benzeri varlıklar, kredi limitleri, hammadde stokları, düşük yetiştirilmiş işgücü ve yüksek esnekliğe sahip makine kapasitesi olarak tanımlanmıştır. Düşük takdir yetkisi gevşekliği (low discretion slack) ise işleme alınmış stoklar (henüz tamamlanmamış mallar), yetiştirilmiş işgücü ve düşük esnekliğe sahip makine kapasitesi olarak tanımlanmıştır (Sharfman vd., 1988: 602).

2.3.5. Kaynak Mevcudiyeti / Kaynak Talebi: Geçici Gevşeklik

George (2005) çalışmasında kaynak talebi ile kaynak mevcudiyeti arasındaki ilişkiye göre geçici gevşeklik kavramından bahsetmiştir. Geçici gevşekliği (transient slack), faaliyetlerin sürdürülebilmesi için ihtiyaç duyulan kaynak talebi karşılandıktan sonra kalan aşırı kaynaklar olarak tanımlamıştır. Yüksek ve düşük takdir yetkisi gevşekliği benzer firmalara kıyasla mutlak seviyelerini vurgularken, geçici gevşeklik gevşekliğin geçici doğasını vurgulamaktadır. Bu fark iki nedenden ötürü önemlidir. Birincisi geçici gevşeklik, sistem içerisindeki kaynak talebinden mevcut kaynakları ayırmaktadır. Bunu yaparak bir firmanın dinamik bir rekabet ortamında hedefleri ve ihtiyaçları geliştiği gibi, kaynak oluşturma ve dağıtma profilinin de geçici modellerini vurgulamaktadır. İkinci olarak, daha fazla talebe sahip ancak daha az kaynağı olan, gelişmeye dönük firmalar, daha az talebe ancak daha fazla kaynak bulunabilirliğine sahip firmalardan maddi olarak daha farklı stratejiler geliştirebilirler (George, 2005: 670). Aynı miktarda kaynağa sahip olan firmalarda, kaynak gereksinimlerinin birbirlerinden farklılık gösterebileceği ve bu durumun da geçici gevşekliğe neden olabileceği söylenebilir (Gral, 2014: 20).

2.3.6. Kaynak Türüne Göre Gevşeklik Türleri

Voss vd. (2008), kaynakların emilimine ve nadirliğine göre bir sınıflandırma yapmıştır. Kaynak nadirliğinin seviyesine ilişkin olarak kaynaklar, genel kaynaklar ve nadir kaynaklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Hammadde ve işgücü gibi kaynaklar piyasada sınırlı mevcudiyetleri nedeniyle nadirdir. Bu tür kaynaklar, firma içerisinde

biriktirilmesi zaman aldığı, çaba gerektirdiği ve karmaşık süreçlerden oluştuğu için nadirdir (örneğin sosyal sermaye). Nadir kaynakların yerinin doldurulması zor olduğundan yöneticiler bu tip kaynakları kullanma konusunda isteksizdirler hatta mümkünse onları korumak istemektedirler. Bazı kaynaklar da nispeten geneldir ve yaygın olarak mevcuttur ki bu kaynaklar genel kaynaklardır.

Kaynaklar devam etmekte olan faaliyetlerde ne ölçüde emildikleri konusunda da değişiklik göstermektedir. Emilim düzeyine göre kaynaklar da iki gruba ayrılmaktadır. Emilmemiş kaynaklar henüz kullanılmamıştır ve firma içerisinde kolayca kullanılabilirler (örneğin nakit ve nakit benzerleri gibi). Bununla birlikte firmalar, mevcut operasyonlara bağlanmış emilmiş kaynaklara da sahiptir (örneğin üretim kapasitesi ve uzmanlaşmış kalifiye işgücü gibi). Emilmiş kaynaklar, halihazırda belli bir kullanıma taahhüt edildiklerinden yöneticilerin bunları yeniden kullanma kabiliyetleri düşüktür. Bu nedenle, bir kaynağın nadirliği ve emilim düzeyi riskli keşif faaliyetleri üzerinde motivasyonel ve yapısal kısıtlamalara yol açmaktadır. Yapısal kısıtlamalar bu tür kaynakların aşırı seviyelerinin yeniden kazanılmasını ve araştırma faaliyetlerine yeniden tahsis edilmesini sınırlandırmaktadır. Aşırı emilen kaynaklar maliyet olarak bile görülebilmektedir (Voss vd., 2008: 149). Aşağıdaki şekilde kaynak emilimi ve nadirliği matrisi yer almaktadır:

Şekil 2.1: Kaynak Emilimi ve Kaynak Nadirliği Matrisi

		Kaynak Emilimi	
		Düşük	Yüksek
Kaynak Nadirliği	Düşük	Finansal Gevşeklik (Likiditesi yüksek varlıklar)	Operasyonel Gevşeklik (Aşırı üretim kapasitesi)
	Yüksek	Müşteri İlişkileri Gevşekliği (İlişkiler, adanmışlık ve müşteriler)	İnsan Kaynakları Gevşekliği (Uzmanlaşmış, vasıflı insan kaynağı)

Kaynak: Voss vd., 2008: 149.

Matrise bakıldığında finansal gevşekliğin kaynak nadirliği ve kaynak emilimi bakımından düşük olduğu söylenebilir. Yani finansal gevşeklik, genel ve emilmemiş bir kaynaktır. Operasyonel gevşekliğin kaynak nadirliği bakımından düşük ancak kaynak emilimi bakımından yüksek düzeyde emilime sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla operasyonel gevşeklik, genel ve emilmiş bir kaynaktır. Müşteri ilişkileri gevşekliğinin yüksek düzeyde nadir olduğu ancak kaynak emilimi bakımından düşük düzeyde emilime sahip olduğu görülmektedir. Bu nedenle müşteri ilişkiler gevşekliği, emilmemiş ve nadir bir kaynaktır. İnsan kaynakları gevşekliği ise hem kaynak nadirliği hem de kaynak emilimi bakımından yüksek düzeyde nadir ve yüksek düzeyde emilime sahiptir. Bu nedenle hem nadir hem de emilmiş bir kaynaktır.

Matriste yer alan gevşeklik türlerinden finansal gevşeklik (bölümün son kısmında detaylı açıklanacaktır), firmanın elinde bulundurduğu büyük miktardaki nakit ve menkul kıymetler ile risksiz borçlanma kabiliyeti olarak tanımlanmıştır (Myers ve Majluf, 1984: 188). Operasyonel gevşeklik, aşırı üretim kapasitesi gibi, kullanılmayan ya da az kullanılan operasyonel kaynaklardan oluşmaktadır (Voss vd., 2008: 151; Moulick, 2012: 9). Operasyonel gevşeklik, bir firmanın operasyonel faaliyetlerini

desteklemek için mevcut kaynaklarını temsil etmekte ve firmanın arz-talep değişikliklerini en iyi şekilde dengelemesini sağlamaktadır. Aşırı kapasite ve stok gibi operasyonel gevşekliği temsil eden unsurlar, firmanın ürünlerine karşı oluşan talep değişikliklerinin etkili bir şekilde yönetilmesini sağlamaktadır (Wiengarten vd., 2017: 2). Bu gevşeklik, bir firma içerisinde emilmiş bir kaynak ve genellikle belli bir amaca yönelik olduğu için kısa vadede alternatif kullanımlara yeniden tahsis edilmesi nispeten zordur (Voss vd., 2008: 151). Müşteri ilişkileri gevşekliği ise bir firmaya somut faydalar sağlayan ve değerli kaynakları olan ilişkili müşterilere atfedilebilir gevşeklik türü olarak tanımlanmıştır. İlişkisel müşteriler tek seferlik müşterilerle karşılaştırıldığında, pazarlama harcamalarını azaltmada ve planlamada verimliliği kolaylaştıran öngörülebilir gelir akışı sağlamaktadır. Bir firmanın ilişkili müşterilerinden tahakkuk eden gelirlerinin miktarı, iç ve dış paydaşlara firmanın değerini göstermektedir. Özetle müşteri ilişkileri firma için sermayeye dönüştürülmekte ve ilişkili müşterilerinden tahakkuk eden gelirler, müşteri ilişkileri sermayesinde gevşekliğin bir göstergesi olmaktadır (Voss vd., 2008: 150).

İnsan kaynakları gevşekliği, bir firmada rutin işlemler için gerekli olan işgücünün üzerinde bulundurulmuş insan kaynağını ifade eder (Sgourev ve Lent, 2017: 7). Bu gevşeklik, sorunların üstesinden gelmek veya mevcut iş dünyasındaki fırsatlardan faydalanmak için etkili bir şekilde kullanılabilir (Zhong, Fang, Li ve Sun, 2008: 1). Rekabet yoğunluğunun olduğu piyasalarda firmalar, uzun vadeli rekabet avantajını yakalamada kilit rol oynayan uzmanlaşmış personeli kaybetmemek ve korumak için yoğun çaba sarf etmektedirler (Voss vd., 2008: 151).

Tüm bu sınıflandırmaların yanı sıra gevşeklik üretildiği yere göre de iki kısma ayrılabilir. Gevşeklik tanımları ile tutarlı olarak gevşeklik içsel ve dışsal perspektiften görülebilir. İçsel gevşeklik, firma içerisinde ya hazır olan ya da firma içerisinde emilmiş (absorbe edilmiş) kaynakları içermektedir. Dışsal gevşeklik ise hâlihazırda firma içerisinde bulunmayan ve en iyi borç finansmanı mevcudiyeti olarak düşünülebilecek kaynakları içerir (Geiger ve Cashen, 2002: 69-70).

2.4. GEVŞEKLİK VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Gevşeklik üzerine yapılan çalışmalarda en çok tartışılan konulardan birisi kuşkusuz gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisidir. Çok sayıda çalışma

gevşekliğin performans üzerindeki etkisini araştırmış ancak bu konuda kesin bir fikir birliğine varılamamıştır. Bu durumun temel nedeni ise gevşekliğin ölçümü noktasında bir fikir birliğinin olmaması, yani çok çeşitli gevşeklik ölçütlerin kullanılmasıdır. Gevşekliğin performans üzerindeki etkisine yönelik olarak temelde iki karşıt görüş söz konusudur. Bazı yazarlar gevşekliğin performans üzerindeki etkisinin olumsuz yönde olduğunu söylerken, bazı yazarlar ise gevşekliğin performans üzerindeki etkisinin olumlu yönde olduğunu ifade etmektedir.

Karşıt görüşlerden ilki, örgütsel teori akımıdır ki bu teori, gevşekliğin firmalar üzerinde olumlu etkisinin olduğunu iddia etmektedir. Kaynak temelli teori ve davranışsal teori de bu görüşe sahiptir (Schiff ve Lewin, 1970: 262). Diğerleri yani örgütsel iktisat teorisyenleri ise gevşekliğin israfı eş anlamlı, yönetimsel bencilliğin, yetersizliğin ve tembelliğin bir işareti olduğunu düşünmektedirler. Örgütsel iktisat teorisi (organizational economics theory), kaynak kısıtlar teorisi (resource constraints theory) ve vekalet teorisini (agency theory) içermektedir. Kaynak kısıtlar teorisyenleri, daha az kaynağa sahip olan firmaların kaynaklarını daha verimli bir şekilde kullanma ihtimallerinin daha yüksek olduğunu ifade etmektedir. Fama gibi vekalet teorisyenleri de firmayı, üretim faktörleri arasındaki bir dizi sözleşme olarak görmekte ve her faktör de kendi çıkarları tarafından hareket ettirilmektedir. Dolayısıyla firma yöneticileri ile hissedarlar arasında “sözleşmeler dizisi” ilişkisi vardır. Yöneticiler de doğal olarak, güç, prestij, para ve iş güvenliği gibi bir takım hedefler dizisine sahip olduklarından gevşekliği, aşırı çeşitlendirme, egemenlik kurma ve işten kaytarma gibi faaliyetlerde kullanabilmektedirler (Yuanyuan ve Zhongying, 2010: 608).

Bir firmanın yaşayabilirliği ve karlılığına karşı en önemli çevresel tehditlerden birisi olan ve gevşekliğin daha hassas kullanılmasını gerektiren özel bir durum, ekonomik durgunluktur. Satışlar azaldıkça karlar azalmakta, krediler kurumakta ve firmanın elinde bulundurduğu gevşeklik gittikçe azalarak daha da değerli hale gelmektedir. Bu nedenle gevşeklik, firmaların ciddi ekonomik durgunluklara dayanmaları noktasında onlara yardımcı olmaktadır (Latham ve Braun, 2008: 31).

2.4.1. Gevşekliğin Olumlu Etkisinin Olduğunu Savunan Görüş

Gevşekliğin firma performansına olan etkisi üzerine yapılan çalışmalarda sonuçlar karşılaştırılırken, farklı türdeki ve seviyedeki gevşekliğin farklı etkilere ve

farklı stratejik eylemlere yol açtığı vurgulanmıştır. Henüz geniş anlamda bir uzlaşma olmasa da araştırmacıların büyük çoğunluğu gevşekliğin firma performansına faydalı bir etkisinin olduğunu belirtmektedir (Gral, 2014: 45).

Firmalar her zaman optimal düzeyde olmadıklarından, kötü dönemlere karşı kullanmak üzere bir tampon (buffer) olarak yedek kaynak ve işlenmemiş fırsatlar biriktirmektedirler. Gevşeklik olarak ifade edilen bu birikimler zorunlu olarak biriktirilmese de gevşeklik, kötü dönemlerde performansı artırarak, iyi dönemlerde performansı azaltarak performanstaki dalgalanmaları düzenlemektedir (Bourgeois, 1981: 30).

Cyert ve March (1963), geleneksel iktisat teorisine göre gevşekliğin sıfır olması gerektiğini belirtmektedir. Ancak bu ifade, hem uygulayıcı yöneticiler hem de örgütsel araştırmacılar tarafından gerçekçi bulunmamaktadır. İş akışı içerisinde iç şokları emici bir yapı kurulmamış olan firmada bozulmaların yaşanması muhtemeldir. Bu durum aslında acemi bir bisikletçinin bisikletin zincirini tamamen sıkı bir şekilde bağlamasına benzemektedir. Bu şekilde bağlanan zincir hareket halinde en ufak bir darbeye kopmaktadır (Bourgeois, 1981: 30). Dolayısıyla bisiklet zincirinin bir miktar gevşek bırakılması küçük darbelerin emilmesini sağlayarak sağlıklı bir sürüşün yapılmasına olanak sağlamaktadır. Firmalar için de gevşeklik kaynakların kullanılması aynı etkiyi sağlayarak, firmaların sıkıntılı dönemler karşısında sorunsuz devam etmelerine veya en az zararla bu dönemleri atlattıklarına imkan sağlamaktadır.

Özellikle son dönemlerde, verimliliğin firmalar açısından olmazsa olmaz bir kural olarak görülmesi gevşeklik kaynaklarını tehlike altına atmaktadır. Çünkü genel bir anlayışa göre çoğu ekonomik model, verimliliğin sağlanabilmesi için gevşekliğin sıfıra ya da en aza indirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Çoğu zaman olduğu gibi, etkinlik/verimlilik takası bakış açısına göre değişiklik göstermektedir. Kısa vadede gevşeklik kaynakları verimsiz olarak görülse de, uzun vadede hayatta kalmak ve uzun dönemli etkinlik için bir zorunluluktur. Özellikle 1980'lerde kapsamlı örgütsel maliyet azaltım programlarının altında yatan olgu; gevşekliğin israfın bir kaynağı olduğu ve bu yüzden verimlilik baskısı altında kolayca elimine edilmesidir. Yenilenme, yenilik, örgütsel öğrenme ve değişim adaptasyonu için hayati bir konumdaki gevşeklik, kısa zamanda etkisinin görülmemesinden dolayı bir israf olarak düşünülmekte, elimine

edilmektedir. Örgütsel sistemler ve teknolojiler daha karmaşık hale geldiği için izlemeyi, öğrenmeyi ve adaptasyonu kolaylaştıran gevşeklik kaynaklarının elimine edilmesi dar görüşlü olmanın yanı sıra aynı zamanda da tehlikelidir (Lawson, 2001: 127).

Gevşeklik bazen başarıyı destekleyen bir unsurken, bazen de verimsizliğin bir kaynağı olabilir. Burada başarı ile verim aynı şey değildir. Bir kuruluş hem başarılı (etkin) hem de aynı zamanda verimsiz olabilir. Özellikle gevşekliği fazla olan firmalar, daha az verimlidir. Ancak o firmalar aynı zamanda daha etkili olabilirler (muhtemelen daha karlı). Örneğin, yüksek kaliteli ürün üreten ve daha fazla gevşekliğe sahip olan Mercedes-Benz gibi firmalar, kitle üretimi yapan diğerlerine göre daha az verimlidir ama diğerlerinden daha yüksek fiyata ürünlerini satarak daha karlı olabilmektedirler. Tam verimlilik bir kırılmaya neden olabilirken (bisiklet zincirinde olduğu gibi), oldukça fazla verimsizlik ise firmaların ölümüne neden olabilir (Bourgeois, 1981: 31).

Günümüzde birçok araştırmacı, organizasyonların faaliyetleri için gevşekliğin önemli bir tampon olduğunu ve organizasyonlar için faydalı olabileceğini iddia etmektedir. Gevşekliğin olmaması durumunda, nakit akışlarında meydana gelen herhangi bir düşüş fon açığına neden olacaktır. Bu gibi açıklar ise işten çıkarma ve sermaye yatırımlarının iptali gibi işlevsel olmayan örgütsel değişikliklere neden olacaktır. İşletmeler, yatırım, personel ve benzeri işlerini rahatlatmak ve teknik çekirdeklerini çevrede meydana gelen kısa süreli, rasgele dalgalanmalardan korumak için gevşeklik kullanmaktadırlar (Bromiley, 1991: 43).

Çeşitli ortamlardaki dinamik değişikliklere uyum sağlama ve bu değişikliklere karşı cevap verme kabiliyeti, firmaların gelecekteki başarıları için bir gerekliliktir. Firmanın değişen rekabet koşullarına karşı hızlı bir şekilde hareket etme ya da hızlı bir şekilde cevap verme ve böylece rekabet avantajını koruma veya geliştirilme kabiliyeti olarak tanımlanan stratejik esnekliklerini geliştirmeleri gerekmektedir. Geleceğin organizasyonları, daha karmaşık ortamlarda her zamankinden daha hızlı ortama adapte olmalıdır. Dolayısıyla bu durum daha fazla gevşeklik gerektirmektedir (Lawson, 2001: 126). Gevşeklik kaynakları gereksiz atıl kaynak olarak değerlendirilmemelidir. Bu kaynaklar, iç ve dış çevrede meydana gelen değişikliklere karşı firmaların adaptasyonunu, sağlamlığını ve esnekliğini artırmak için değerli bir potansiyeldir

(Rafailov, 2017: 1). Gevşeklik, kritik süreçleri çevresel türbülansları koruyucu, değiştirici ve uyumlaştırıcı bir etkiye sahip olduğundan firmalar için oldukça önemli olduğu vurgulanmaktadır (Lawson, 2001: 126). Dolayısıyla özellikle ekonomik durgunluk gibi çevresel türbülanslar için bir tampon olduğu kabul edilen gevşeklik, ekonomik durgunluk dönemlerinde azaltılarak firma performansının korunması ve geliştirilmesi sağlanabilmektedir (Namiki, 2016: 6). Bunun yanı sıra yöneticiler gevşeklik kaynakları sayesinde beklenmedik bir talep durumunda kaynakları harekete geçirebilir ya da kilit materyallerin mevcudiyetinde değişiklik ihtiyacını yönetebilirler. Dolayısıyla belli bir gevşeklik seviyesinin korunması rekabet ortamının belirsiz olduğu durumlarda işletmenin ustaca yönetilmesine olanak sağlamaktadır (Wefald vd., 2010: 72).

Gevşeklik alternatif fırsatların genel olarak tüm katılımcılara dağıtılmasına da imkan sağlamaktadır. Yeterli gevşeklik ile her problem için bir çözüm ve alternatif durumlar için yeterli katılımcı olacaktır. Mantıksal uzantısı ele alındığında organizasyonlarda, tüm olası katılımcılar, çözümler ve alternatif fırsatlar için yeterince problemlerin olduğu söylenebilir. Ancak, gevşeklik olduğu sürece yeni alternatif fırsatlar ve mevcut problemler için kayda değer çözümler üretilebilir (Moch ve Pondy, 1977: 356).

Gevşekliğin faydalı olduğu yönündeki görüş, tüm işletmeleri rekabet amaçları olan alt gruplardan oluşan politik koalisyonlar olarak görmektedir. Bu düşünceye göre gevşeklik, işletmenin parçalanmasının önlenmesi ve gizli amaç çatışmalarının çözülmesinde hayati öneme sahiptir (Nohria ve Gulati, 1997: 604). Önemli ölçüde gevşekliğe sahip firmalarda yeterli kaynak mevcudiyetinden dolayı kaynak bölüşümü noktasında daha az problemin yaşandığı ve alt birimler arasındaki bağımlılığın azalmasından dolayı da bilgi süreçlerinin geliştiği düşünülmektedir (Namiki, 2013: 57).

Diğer taraftan gevşeklik firmalara, Ar-Ge yatırımlarına ve daha büyük risk almaya neden olması ile fırsatları ve yeni çözümleri keşfetmek için gerekli olan ek kaynakları sağlayarak bir güvenlik ağı oluşturur (Kim vd., 2008: 405). Ek kaynaklara sahip firmaların olmayanlara göre daha fazla stratejik seçenekleri vardır. Dolayısıyla, gevşeklik şeklindeki mevcut kaynaklar stratejik bir avantaj sağlamaktadır. Alternatif olarak gevşekliğin eksikliği, bir firmayı çok dikkatli bir şekilde yönetmeye zorlar.

Endüstri ortalamasının oldukça altında bir gevşeklik seviyesine sahip firmaların dikkatli olması önemlidir. Bu nedenle gevşekliği yüksek olan firmalar rekabet avantajı elde ederken, düşük olan firmalarsa firmayı daha dikkatli bir şekilde yönetmesi gerekir (Bromiley, 1991: 44). Bununla birlikte gevşeklik oluşturuldukça firmalar tam anlamıyla yeni stratejiler, yeni ürünler ve yeni pazarlar vb. için kaynak bulabilmektedir (Hambrick ve Snow, 1977: 111).

Genel olarak gevşekliğin firma performansına olumlu etkisinin olduğunu savunanlar, gevşekliğin dört ana işlevi sayesinde performansı olumlu yönde etkilediğini iddia etmektedir. Birincisi, yönetsel kapasitenin yetersiz olduğu durumların dışında, sürekli büyümeye izin veren çevresel fırsatlardan yararlanmaları için yeterli kaynakları sağlamaktadır. İkincisi, gevşeklik kaynakları firmaların ilave deney yapmalarına olanak sağlayarak, yenilikleri ve risk algısını artırmaktadır. Temel olarak gevşeklik kaynakları firmalara rekabet avantajı yaratmak için stratejik davranış geliştirmeleri konusunda daha fazla seçenek sunmaktadır. Üçüncüsü, çevresel karışıklıkları absorbe edebilir veya çevresel etkilerden firmanın temel yapısını koruyabilir. Son olarak ise firmalar her biri farklı çıkar ve amaçlara sahip olan koalisyonlardan oluşmaktadır. Örgütsel gevşeklik, genellikle yöneticiler tarafından, ortak amaçları sürdürmek amacıyla koalisyonları teşvik etmek ve koalisyonların çıkarlarını ve amaçlarını koordine etmek için kullanılan bir pazarlık çeki olarak kabul edilmektedir. Sonuç olarak gevşeklik arttıkça firmalar, hedeflerine ulaşma ve mevcut koalisyonları sürdürmek için pazarlık gücü elde etme konusunda daha yetenekli hale gelmektedir (Chiu ve Liaw, 2009: 323). Özetle, sağlıklı çatışmaların önlenmesinde, alt birimler arasındaki koordinasyon maliyetlerinin ve bilgi süreçlerinin azaltan tamponlar yaratır; ürün piyasalarında ve çeşitli faktörlerdeki talep ve tedarik dalgalanmaları için zamanlararası ayarlamalara izin verir (örneğin, işgücü piyasalarındaki dalgalanmaları dengelemek için fazla işgücünün kullanılması); rekabet yoğunluğundaki değişimleri karşılamak için işlenmemiş bir düzeltme havuzu oluşturur; sermaye piyasalarındaki değişen baskıları karşılamak için ise nakit ve sermaye yedeği sağlar (Nohria ve Gulati, 1997: 604).

Yapılan araştırmalara bakıldığında, performans ile gevşeklik arasındaki ilişki genellikle farklılık göstermektedir. Gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif doğrusal (Penrose, 1959; Cyert ve March 1963; Singh, 1986), negatif doğrusal (Jensen ve Meckling, 1976; Fama, 1980) veya ters U şeklinde bir ilişki (Bourgeois, 1981;

Sharfman vd. 1988; Nohria ve Gulati, 1996) olduğu belirlenmiştir (Chiu ve Liaw, 2009: 322). Araştırma sonuçları arasındaki bu tutarsızlık, çalışmaların farklı örneklem büyüklükleri nedeniyle tesadüfi varyasyon içermesi (örneğin örnekleme hatası) ve gevşekliğin ölçümünde kullanılan değişkenlerin farklılık göstermesi gibi birçok faktörden kaynaklanabilmektedir (Daniel vd., 2004: 565). Açıkçası var olan gevşeklik araştırmaları firma stratejilerinin heterojenliğini görmezden gelmiş ve bu nedenle performans üzerinde farklı etkiler doğurmuştur. Firmalar farklı stratejilere sahip olduklarından gerekli gevşeklik miktarı da değişmektedir (Chiu ve Liaw, 2009: 324).

Yetersiz gevşeklik kaynakları, çevresel baskılara karşı cevap verme esnekliğini sınırlandırarak performansı engellemesine rağmen, aşırı gevşeklik de kaynak tahsisindeki verimi azalttığı için sorunlara neden olabilmektedir. Birçok araştırmacı gevşeklik ve performans arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını savunmaktadır. Gevşeklik kaynakları bir firmanın teknik çekirdeğini korumak için gerekli olan bir tampon mekanizması sunmasına rağmen, daha az düzeydeki gevşeklik kaynağının kullanılması, yöneticilerin kişisel çıkarlarını azaltabilir ve yenilikçi projelerin veya yeni stratejilerin daha etkin bir şekilde uygulanmasını sağlayabilir. Bu dengeleme kuvvetlerinin analizi nitekim gevşeklik ve performans arasındaki eğrisel bir ilişkiyi ortaya çıkarmaktadır. Örneğin Bourgeois (1981), performans ile gevşeklik arasındaki ilişkinin başlangıçta olumlu olduğunu ama devamında kaçınılmaz olarak olumsuzla döndüğünü iddia etmiştir. Bu düşüncenin devamında bazı çalışmalar da optimal gevşeklik seviyesinin varlığını belirlemiş ve gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde bir ilişkinin olduğunu savunmuştur. Dolayısıyla oldukça fazla gevşeklik de oldukça az gevşeklik de firma performansı üzerinde olumsuz etkiye sahiptir (Chiu ve Liaw, 2009: 324). Sonuç olarak gevşeklik ve performans arasındaki ilişkiye yönelik olarak kesin bir uzlaşıya varılamamakla birlikte, iki değişken arasında eğrisel bir ilişkinin varlığına yönelik olarak genel bir uzlaşı söz konusudur (Bradley vd., 2011: 1072-1073).

Gevşeklik, firma performansının yanı sıra örgütsel literatürde, inovasyon, iç verimlilik, örgütsel yapı, risk alma davranışı ve bilgi yönetimi kavramları ile de ilişkilendirilmiştir. Bu nedenle, işletmenin gevşeklik kaynaklarını nasıl tanımladığı ve işletmenin stratejik ihtiyaçları ile gerekli gevşeklik kaynaklarının seviyesini eşleştirmesi için ne tür önlemler aldığı, firmanın uzun dönemli başarısını etkileyen faktörlerin

anlaşılmasında büyük öneme sahiptir. Bu nedenle pozitif şirket performansı için gerekli olan optimal gevşeklik seviyesinin bilinmesi, dış güçlere bir cevap olarak değişiklik düşünen yöneticilere faydalı bilgiler sunmaktadır. Gevşekliğin korunması yöneticilere, firma yararına kullanılabilecek ya da yönetici tarafından suiistimal edilebilecek dış güçlerin beklenmedik şoklarını boşa çıkarmak için bir kaynak tamponu sağlamaktadır (Wefald vd., 2010: 72).

2.4.1.1. Gevşekliğin Yenilikler Üzerine Olumlu Etkisi

Gevşekliğin firmalara olumlu etkisinin olduğunu savunanlara göre, gevşeklik yenilikler ve deneyimler için fon sağlamaktadır. Genel kanı, yenilikler ve deneyimler kaynakları tüketmektedir ve gevşekliğin var olduğu firmalarda özel projelere fon sağlamak daha muhtemeldir. Psikolojik açıdan bakıldığında, aşırı kaynakların var olması firmaları olumsuz risklere karşı koruduğundan yenilikler ve deneyimler daha kabul edilebilirdir. Örgütsel adaptasyonun gerektirdiği ölçüde, yeni örgütsel eylemlerin benimsenmesinde ve uygulanmasında gevşekliği olan firmalar, olmayanlara göre çevresel değişikliklere daha iyi cevap vermektedir (Cheng ve Kesner, 1988: 165). Bir firmada gevşekliğin var olması; maliyetli yeniliklerin satın alınmasına, başarısızlıkların absorbe edilmesine, yeniliklerin kurulma maliyetlerinin üstlenilmesine, gerçek bir ihtiyacın öncesinde yeni fikirlerin keşfedilmesine olanak sağlamaktadır (Rosner, 1968: 615). Bu noktada yenilikçiliğin yüksek düzeyde korunabilmesi için gevşeklik kaynaklarının tehlike altında olmaması gerekmektedir. Gelecekteki bütçe azaltımı ve işten çıkarma gibi müdahaleler yoluyla kemer sıkma politikaları firmanın yenilikçi seviyesini düşürmektedir. Faaliyetlerin daha az işgücü ve daha az finansal kaynaklarla yürütülmesi gerektiği dönemlerde, çıktılarda ve yaratıcı işbirliğinde azalışlar meydana gelmektedir (Lawson, 2001: 126).

Gevşeklik ve yenilikler arasındaki ilişkiye yönelik düşünce ile gevşeklik ve performans arasındaki ilişki paralellik göstermektedir. Gevşekliğin çeşitli projeler üzerinde harcamaları veya deneyleri teşvik ettiği yönünde genel bir uzlaş vardır. Ayrıca gevşekliğin artışına bağlı olarak yeni girişimlerin sayısında da bir artışın olduğu gözlemlenmiştir (Herold vd., 2006: 376). Firmaların piyasaya yeni ürün sunumu, yeni piyasalara giriş vb. faaliyetlerle yeni stratejileri deneyimlemelerine olanak sağlayan

gevşeklik, kıtlık problemlerini yumuşatmakta ve kıtlıkla karşılaşıldığında normal olarak izin verilmeyen yenilikler için bir fon kaynağı sağlamaktadır (Bourgeois, 1981: 35).

Yeni ürünler, hizmetler, prosedürler veya fikirler üretmek için deneyimleri kolaylaştıran gevşeklik, değerli fırsatları geniş bir şekilde araştırmak için yönetsel takdir yetkisi sağlayarak yenilikçiliği artırmaktadır. Yenilikler, gelişmiş iç rutinlere sahip olamayan yeni firmaların veya firma karlılığını artırması gereken eski firmaların geniş sosyal ağları için özellikle önemlidir. Aslında, eski yerleşik firmaların dikkatleri ve mevcut kaynakları, genellikle önceden kurulmuş rutinlerin, ilişkilerin ve süreçlerin geliştirilmesine yönelikken, yeni firmaların cazip bir pazar konumu elde etmek için kendilerine özgü yeterlilikler ve yetenekler oluşturmaya yöneliktir. Bu anlamda özellikle yeni firmaların yeni bir pazar nişi oluşturarak performanslarını artırmaları için gevşeklik oldukça önemlidir (Bradley vd., 2011: 1076).

Başarısı belirsiz olan her türlü deneyimler noktasında oldukça az olan gevşeklik, cesaret kıldığından dolayı yenilikler için zararlıdır. Aynı şekilde oldukça fazla gevşeklik de yenilik için zararlıdır. Çünkü rehavete ve disiplinsizliğe neden olmakta ve bu da kötü projelerin sürdürülmesine neden olmaktadır (Chandler, 2008: 49).

Gevşeklik ve yenilik ilişkisi üzerine yapılan çalışmalar, gevşekliğin optimum seviyesindeki gevşeklik ile yenilikler arasında eğrisel bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Optimum seviyenin altındaki gevşeklik seviyeleri, yenilikler üzerinde sınırlamalara, optimum seviyelerin üzerindeki gevşeklik seviyeleri ise getirilerin azalmasına ve verimsizliğe neden olmaktadır. Yapılan araştırma sonuçları, gevşeklik türlerinden mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik ile yenilikler arasındaki ilişkinin eğrisel, potansiyel gevşeklik ve yenilikler arasındaki ilişkinin ise pozitif doğrusal olduğunu göstermektedir (Geiger ve Cashen, 2002: 80).

2.4.1.2. Gevşekliğin Risk Algısı Üzerine Olumlu Etkisi

Örgütsel değişim kaçınılmaz olarak belirsizlikleri ve belli bir seviyeye kadar risk almayı içerisinde barındırır. Gevşeklik risk algısı ile ilişkili olduğu ölçüde, gevşekliğin varlığı ya da yokluğu örgütsel değişimlerle ilgilidir. Örgütsel değişimler gevşekliğin azalmasına veya oluşmasına sebep olduğu ölçüde, gelecek risk algısı davranışı değiştirilebilir. Geleneksel iktisat ve finans teorileri bireylerin ve organizasyonların riske karşı bakış açıları olumsuzdur. Ancak yüksek riskli projeler ve stratejiler riskleri

ile orantılı bir beklenen getiriye sahiplerse o durumda risk üstlenilmektedir. Risk getiri paradoksu olarak isimlendirilen bu ters ilişki çeşitli araştırmacılar tarafından ele alınmıştır. Performans ile risk arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi noktasında, tatmin edici performansa sahip olan firmalar, gelecek performanslarının tatmin edici seviyenin altına inme ihtimali nedeniyle düşük riskli kararları tercih etmektedir. Düşük performansa sahip olan firmalar ise gelecek performanslarının tatmin edici seviyenin üstüne çıkacağı ihtimali nedeniyle yüksek riskli kararları tercih etmektedirler (Moses, 1992: 38).

Gevşeklik, firmaların risk almalarını kolaylaştırarak yeni çözümleri ve fırsatları keşfetmeleri için gerekli olan kaynakları ve özerkliği sağlamaktadır. Cyert ve March (1963), örgütsel kaynaklardaki artışın, firmaların daha fazla deneyim kazanmalarına, risk almalarına ve yenilik yapmalarına olanak sağladığını iddia etmektedir. Ar-Ge yatırımları bunun tipik bir örneğidir. Ar-Ge yatırımları genellikle bilinmeyen alanlarda araştırma yapmayı gerektirir ve sonuçları ne hızlı ne de kesindir. Bu yatırımlar herhangi bir ödülle sonuçlanmayabilir (tamamen verimsiz de olabilirler) veya belki de yıllar sonra kazanca dönüşebilirler. Bu şartlar altında, gevşeklik tarafından sunulan aşırı kaynaklar ve güvenlik ağları, uzun vadeli yatırım ufukları gerektiren, sonuçları zaman-mekandan daha uzak veya belirsiz olan projelerin ve yeni düşüncelerin yürütülmesine imkan sağlamaktadır (Kim vd., 2008: 406).

Gevşeklik ile risk alma arasında pozitif ilişki durumu, gevşekliğin firmanın çevresi ile daha cesur etkileşimde bulunmasına ve olumsuz risklere karşı bir tampon görevi üstlenerek deneyim kazanmasına izin verdiği düşüncesine dayanmaktadır. Bu görüş, gevşeklik ile yenilikler arasında ilişki üzerine yapılan çalışmaları takip etmektedir (Moses, 1992: 39).

2.4.2. Gevşekliğin Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunan Görüş

İnsanoğlunun gevşekliğin birikimi noktasında doğal bir eğilime sahip olduğu ve aile, işletme, siyasi parti, millet gibi herhangi bir organizasyonda gevşekliğin halihazırda mevcut olduğu iddia edilmektedir. Gevşeklik, insanın ve üreten toplumların bir çeşit entropi karakteristiğinin sonucu olarak sürekli üretildiği iddia edilmektedir. Geleneksel iktisat teorisine göre, araştırmacılar gevşekliğin israfı temsil ettiğini ve ideal olarak gevşekliğin olmaması gerektiğine inanmaktadır (Su, 2016: 3).

Gevşekliğe karşı olumsuz düşünenlere göre, aşırı kaynaklar yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerine olanak sağlamakta ve buna bağlı olarak performansı tehlikeye düşüren vekalet sorunlarına sebebiyet vermektedir. Vekalet teorisyenleri, özellikle yönetimsel faaliyetlerin izlenmesinin ve kontrol edilmesinin zor olduğu durumlarda, gevşeklik kaynaklarının kötüye kullanıldığını iddia etmektedir. Yöneticiler genellikle, şirket vizyonu ile uyumlu olmayan güç, prestij ve finansal kazanım gibi kendi amaçları veya çıkarları doğrultusunda gereksiz kaynaklar biriktirmektedirler. Bu nedenle vekalet teorisyenleri esasen gevşekliğin tamamen ortadan kaldırılmasını savunmaktadırlar. Çünkü optimal gevşeklik tamamen sıfır olmalıdır. Buna ek olarak, Kaynak Kısıtlar Teorisi (Resource Constraint Theory), daha az kaynağa sahip olan firmaların, mevcut kaynaklarını daha verimli kullanma ihtimallerinin daha yüksek olduğunu ileri sürmektedir. Bu teori, kaynak toplama ve harcama verimliliği ve etkinliğini geliştirmek için yöneticilerin davranışlarını değiştirmeye zorladığını ve böylece performansı geliştirdiğini iddia etmektedir (Chiu ve Liaw, 2009: 324).

Vekalet teorisi, örgütsel teoriye karşı çıkarak gevşekliğin işletmelerdeki rolünü tamamen tersine çevirmektedir (Tan ve Peng, 2003: 1251). Bu iki teori üzerindeki temel çatışmalar, gevşeklik kaynaklarının tahsisi noktasında farklı alternatiflerin mevcut olmasından kaynaklanmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, bir yöneticinin mevcut gevşeklik kaynaklarını kendi çıkarları ya da işletme amaçları doğrultusunda kullanma noktasındaki özgürlüğü, söz konusu teorilerde farklı iddiaların ortaya çıkmasına sebebiyet vermektedir (Kim vd., 2008: 405). Kavramsal olarak vekalet teorisyenleri firma içerisindeki gevşekliğin rolüne, işletme sahiplerinin bakış açısından bakarken, örgütsel teorisyenler ise açık bir şekilde yönetsel bakış açısına sahiptirler. Dolayısıyla işletme sahipleri ve yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışmaları göz önüne alındığında, gevşekliğe dair görüşlerin birbirinden farklı olması şaşırtıcı değildir (Tan ve Peng, 2003: 1251).

Vekalet teorisyenlerine göre, firmanın geleceğini riske atmaksızın çok farklı amaçlar için kullanılabilen gevşekliğin var olduğu durumlarda, vekalet problemleri daha belirgindir (Kim vd., 2008: 405). Söz konusu teorisyenler, firmanın hayatta kalma güdüsü gibi insani özelliğe sahip olduğu görüşünü reddetmektedir. Jensen ve Meckling (1976)'e göre, işletme bir birey değildir. İşletme, bireylerin birbiriyle çatışan

hedeflerinin sözleşmeye dayalı ilişkiler çerçevesinde dengelendiği, karmaşık bir sürece odaklanan yasal bir kurgudur. Temelde bu görüş işletmeyi, işletme sahipleri ve yöneticileri arasındaki sözleşmelerin bir bağı olarak görmektedir (Tan ve Peng, 2003: 1251). Firma sahipleri ile “sözleşmeler dizisi” ilişkisi içerisinde olan yöneticiler de doğal olarak, güç, prestij, para ve iş güvenliği gibi bir takım hedeflere sahip olduklarından, gevşekliği, aşırı çeşitlendirme, egemenlik kurma ve işten kaytarma gibi faaliyetlerde kullanabilirler (Yuanyuan ve Zhongying, 2010: 608).

Gevşekliği bir vekalet problemi olarak gören teorisyenler, gevşekliğin risk almayı engellediğini ve performansa zarar verdiğini iddia etmektedir. Başka bir ifadeyle gevşeklik, yöneticilerin riskli stratejik girişim uygulamalarından uzaklaştırarak kendi kişisel gündemlerini takip etmelerine olanak sağladığı iddia edilmektedir (Kim vd., 2008: 405). Bu düşünceye göre gevşeklik, firmanın yeni tepkiler için atılğan tavrını azaltan yapıların, süreçlerin ve sistemlerin oluşturulmasını kolaylaştırabilmektedir (Herold vd., 2006: 375). Bununla birlikte yüksek gevşeklik, örgütsel yanıtlarda pasifliğe, keşiflerde azalmaya, riskten kaçınmaya yol açtığı ve kötüye kullanma noktasında mevcut motivasyonu artırdığı da iddia edilmektedir (Voss vd., 2008: 148).

Örgütsel düzeyde bazı araştırmacılar gevşekliğin, verimsizliğin bir kaynağı olduğunu ve kamu kurumlarındaki zayıf iç kontrol sistemlerinin gevşeklik kaynaklarının kullanılmasında verimsizliklere neden olduğunu iddia etmiştir (Herold vd., 2006: 373). Kamu sektöründeki gevşeklik ile ilgili olarak, bir grup ekonomist, kamu yöneticilerini gevşekliği maksimize eden bürokratlar olarak tanımlamaktadır. Kamu yöneticileri, gelir ve maliyetler arasındaki farkı başta en üst düzeye çıkarmak için teşvik edici olmaktadır. Gevşekliği oluşturan bu fark daha sonra, bürokratların arzuladıkları (artan maaş ve menfaatler, daha fazla idari harcama ve ilave personel alımı gibi) şekilde üretim dışı harcamalara ve kamu mallarına dönüştürülmektedir (Su, 2016: 4). Bununla birlikte Jensen (1993), halka açık şirketlerin iç kontrol sistemlerinin genellikle firma değerini ve verimliliğini maksimize etmede başarısız olduğunu belirlemiştir. Jensen (1993), firmaların Ar-Ge harcamaları ile elde edilen verimlilik seviyesinin değiştiğini ve bazı firmaların Ar-Ge harcamalarının aslında alternatif yatırımlarla karşılaştırıldığında zararlara neden olduğunu ifade etmiştir. Bu yüzden kaynakların (gevşekliğin) artması, firmanın girişimlerinin sürdürülmesine, deneylerin teşvik edilmesine ve daha fazla projenin tamamlanması için finansmana olanak sağlasa

da, gevşeklik etkili bir şekilde kullanılmayarak firmanın olumsuz sonuçlarla karşılaşmasına neden olabilmektedir (Herold vd., 2006: 375). Sonuç olarak, kullanılmayan üretim kapasitesi ve gereksiz sermaye harcaması şeklindeki gevşeklikler, işletmelere maliyet kattığı, rekabette dezavantaja ve performansta ise bir düşüşe neden olduğu iddia edilmektedir (Wefald vd. 2010: 71-72).

Son olarak, gevşekliğin firma yenilikleri düzeyinde de olumsuz etkilerinin olduğu, projelerin yönetilmesi noktasında disiplinsizliklere ve buna bağlı olarak yenilikçi çıktılarda azalmalara da sebep olduğu öne sürülmüştür. Dolayısıyla gevşeklik, hem yenilik için finansman fırsatları sunan hem de yenilik sonuçlarına zarar veren disiplinsiz harcamalara ve israfa sebebiyet veren kaynak olarak görülmektedir (Herold vd., 2006: 373).

2.5. FİNANSAL GEVŞEKLİK

Yapılan literatür taramasında Türk Finans Literatüründe “Financial Slack” kavramının çalışılmadığı belirlenmiştir. Bu kapsamda kelimenin Türkçe anlamları ve “Financial Slack” kavramının yabancı araştırmalardaki mahiyeti de göz önünde bulundurularak, “Financial Slack” kavramının Türkçe karşılığının “Finansal Gevşeklik” olması önerilmektedir.

Literatür incelendiğinde örgütsel teorisyenler tarafından örgütsel gevşekliğin çalışıldığı, finansal gevşekliğin ise finans teorisyenleri tarafından çalışıldığı göze çarpmaktadır. Ancak her iki alan teorisyenlerinin de gevşekliğin ölçülmesinde yoğun olarak muhasebe temelli değişkenleri kullandığı söylenebilir. Bu nedenle bazı araştırmalarda finansal gevşeklik ve örgütsel gevşeklik kavramları aynı kavramlar gibi değerlendirilmiştir. Ancak örgütsel gevşeklik, firma faaliyetleri için gerekli olan tüm kaynaklar ile halihazırda firmada mevcut olarak tüm kaynaklar arasındaki farkı oluştururken, finansal gevşeklik firma faaliyetleri için gerekli olanın üzerindeki “finansal kaynakları” içermektedir. Yani örgütsel gevşeklik, her türlü aşırı kaynak mevcudiyetini ifade ederken, finansal gevşeklik ise sadece finansal (nakit ve nakit benzerleri vb.) kaynakları ile firmanın borçlanma kapasitesinden oluşmaktadır. Aşağıda farklı finansal gevşeklik tanımları yer almaktadır:

Finansal Gevşeklik Tanımları;

✓ Myers ve Majluf (1984) tarafından finansal gevşeklik, firmanın elinde bulundurduğu büyük miktardaki nakit ve menkul kıymetler ile risksiz borçlanma kabiliyeti olarak tanımlanmıştır.

✓ Smith ve Kim (1994), firmanın borç ihtiyacı ve cari işlemlerini karşılamak üzere gerekli olanın üzerinde risksiz borçlanma kapasitesi ve likit varlıklar olarak tanımlamaktadır.

✓ Ang ve Straub, (1998)'e göre finansal gevşeklik, bir organizasyonu sürdürmek için gerekenin ötesindeki finansal kaynakları ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle toplam kaynaklar ile gerekli ödemeler arasındaki fark olarak tanımlanmıştır.

Finansal gevşeklik terimi nakit rezervi kavramıyla çok benzerlik göstermektedir. Finansal gevşeklik genel olarak aşırı nakit (nakit rezervi, likiditesi yüksek varlıklar) ve mevcut kredi limiti anlamına gelmektedir. Finansal gevşeklik, mevcut işletme sermayesi ile gerekli işletme sermayesi arasındaki fark olarak da ifade edilmiştir (Morgheim, 2015: 1). Herhangi bir yere bağlanmamış (taahhüt edilmemiş) nakit ve alacakları kapsayan finansal kaynakları temsil etmektedir. Bu finansal kaynaklar, yüksek takdir yetkisi gevşekliğinden oluşması nedeniyle yüksek esnekliğe sahiptir ve çok çeşitli faaliyetlerde kullanılabilir (Kim vd., 2008: 405). Mevcut işletme faaliyetlerinin likiditesi, borçlanma ihtiyacı ve borç verme kapasitesinden daha fazlası olarak da tanımlanan finansal gevşeklik, firmaların risk konusunu dikkate almaksızın pozitif net bugünkü değerli yatırım fırsatlarına rahatlıkla takip edebilmelerine imkan sağlamaktadır (Wang, 2014: 52; Smith ve Kim, 1994: 283). Kurumların nakit akışlarında meydana gelen dalgalanmaların ve harcamalarındaki oynaklıkların dengelenmesinde etkili bir finansal yönetim aracı olduğu söylenebilir (Su, 2016: 12). Bunun yanı sıra, işletmelerin dış çevresinde meydana gelen dalgalanmalara karşı işletmelerin yönünü değiştirmelerinde onlara büyük fayda sağlamaktadır (Parida ve Örtqvist, 2015: 284).

Finansal gevşeklik tanımı üzerine yapılan çok sayıdaki kavramsallaştırmada bazı önemli şartlar görmezden gelinmektedir. Bazı araştırmacılar finansal gevşeklik kavramı ile nakit, likidite ve düşük kaldıraç gibi kavramların birbirlerinin yerine kullanılabileceğini iddia etmişlerdir. Bu durum, finansal gevşekliğin dış finansmandan (borçtan) önce iç finansmanın (öz sermayenin) tercih edilmesinin bir sonucu olduğunu

ima etmesinden dolayı yapı geçerliliği problemlerini yaratmaktadır. Bir firmanın sahip olduğu toplam nakit (ya da likidite) miktarı doğru bir şekilde finansal gevşeklik olarak tanımlanamaz. Yalnızca, özel ve planlanmış kullanımlar için önceden ayrılmamış kısmı finansal gevşeklik olarak kavramsallaştırılabilir (Lewis, 2013: 8).

Yeterli nakit rezervleri, firmanın mevcut nakit akışları beklenen yatırım seviyelerinin dışında tükendiği zaman firma faaliyetlerinin sürdürülmesine imkan sağlarken, kullanılmayan borçlanma kabiliyeti ise dahili biriktirilen fonlar finansal açığı kapatmada yetersiz kaldığında, nispeten düşük bir maliyetle dışardan fon sağlamaya imkan vermektedir. Düşük maliyetli iç fonlarının ve güvenli borç bulma kabiliyetinin tamamını tüketen bir firma, ek fon gereksinimini karşılamak için daha riskli borçlanma yaparak ya da hisse senedi ihraç ederek dış piyasalardan fon temin etmek zorunda kalacaktır (Stepanyan, 2009: 23). Bu nedenle finansal kaldırıcın çeşitli özellikleri (borç miktarı, vade, sözleşmeler, temerrüt hakları ve ek güvence gibi) bir işletmedeki finansal gevşeklik düzeyini belirlemek için kullanılabilir (Triantis, 2000: 35). Dolayısıyla aynı sektördeki benzer özelliklere sahip iki firmanın finansal gevşeklik seviyelerinin birbirinden farklı olması gayet doğaldır. Bu nedenle firmaların kendi iç yapılarına göre optimal gevşeklik seviyelerini belirlemeleri oldukça önemlidir.

Finansal gevşekliğe sahip olan bir firma kendisi için uygun olan tüm pozitif net bugünkü değerli yatırım projelerini gerçekleştirebilirken, finansal gevşekliği olmayan aynı firmada ise, yöneticiler dış yatırımcılara menkul kıymet ihracına ilişkin tüm bilgileri aktarmadığı için bazı yatırım projelerini es geçmek zorunda kalabilmektedirler. Bir firma yeterli finansal gevşekliğe sahip olduğu sürece tüm değerli yatırım projelerini hayata geçirebilecektir (Jensen, 1988: 4).

Bir yöneticinin takdir yetkisi, firmanın kendi iç fonlarına ve düşük riskli borç bulma kapasitesine (yani finansal gevşekliğine) bağlıdır. Finansal gevşekliğin optimal miktarı ise işletme finansının en önemli sorunudur. Aşırı finansal gevşeklik, yönetim açısından yanlış davranışların sergilenmesini teşvik ederken, çok az finansal gevşeklik ise firmaların karlı yatırım fırsatlarından faydalanmalarını engellemektedir. Teminatlı finansman, finansal gevşeklik üzerinde büyük etkiye sahiptir. Ciddi bir teminat hakkı, bir borçlunun düşük riskli borçlanma kabiliyetini zayıflatmakta ve böylece dış finansmana erişimini sınırlandırmaktadır. Teminat üzerindeki mülkiyet hakkı, teminata

konu varlığın devrini ve satışını engellemekte ve iç fonların kullanılabilirliğini sınırlandırmaktadır. Teminat kullanmaksızın borçlanmak isteyen bir firma, gelecekteki düşük riskli teminatlı borçlanma seçeneğini korumak için bir prim ödeyebilir. Bu sayede firma, finansal gevşeklik miktarını ve yöneticilerin gelecekteki takdir yetkisini tercih etmiş olur. Dolayısıyla sağlıklı firmaların sermaye yapıları, finansal gevşeklik tamponuna imkan sağlamaktadır (Triantis, 2000: 36).

Finansal gevşekliğe sahip bir firmanın, finansal gevşekliğe sahip olmayan benzer firmadan, gelecekteki değerli yatırım fırsatlarını güvence altına almak adına daha iyi bir konuma sahip olup olmadığı önemli bir meseledir. Bu durumun temel nedeni asimetrik bilgidir ve bir firma menkul kıymet ihraç ettiğinde firma değeri azalmaktadır. Bu maliyet ancak, mevcut projeleri kapsayacak kadar içsel olarak oluşturulmuş fonların tutulabildiği ölçüde önlenebilir (Jensen, 1988: 3). Myers ve Majluf'a (1984) göre, asimetrik bilgiler finansal gevşeklik birikimini ve kullanımını desteklemektedir. Nakit akışlarının temettü ödemelerini ve sermaye harcamalarını karşılamada yetersiz kalması durumunda firmalar, finansal gevşekliği kullanmak üzere biriktirirler. Piyasa tarafından firmanın nakit akışlarının olduğundan daha az algılandığı bir zamanda, önceden belirlenmiş pozitif net bugünkü değerli projelerin finansmanında finansal gevşeklik kullanılabilir. Bu nedenle finansal gevşeklik, hem firmanın mevcut değerli projelerindeki yetersiz yatırımlarını azaltmasına hem de dış finansmanla yapılacak gelecekteki yetersiz yatırımlardan kaçınmasına olanak sağlar. Bu düşünce, içsel olarak oluşturulmuş yetersiz nakit akışına sahip firmaların, dış finansmana başvurmadan önce nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetlerden yararlanabileceklerini ifade eder. Dış finansman gerekli olduğu ve yönetim içerisindeki bilgi açığa çıktığı bir zamanda, borç öz kaynaktan daha az değişeceği için öz kaynaktan önce borç ihracı tercih edilmelidir (Stone, 1987: 319-320). Narayanan'a (1988) göre, firmalar dış finansmandan kaçınmak için finansal gevşekliği artırmaktadır. Eğer bir dış finansman kullanılacaksa, borç senedi ihracı her zaman adi hisse senedi ihracından daha iyidir. Güvenli bir menkul kıymet ihracı riskli bir ihraçtan daha iyidir. Çünkü güvenli bir menkul kıymet ihracı, riskli olana nazaran hisse senedi fiyatlarını daha az düşürmektedir. Ayrıca hisse senedinin arzı sonrasında piyasada hisse senedinin fiyatı düşmektedir. Bu nedenle yöneticiler, piyasa tarafından hisse senedinin, değerinin altında bir fiyattan değerlendirildiğini hissettiklerinde borçla finansmanı, değerinin üzerinde

bir fiyatla değerlendirildiğini hissettiklerinde ise adi hisse senedi ile finansmanı kullanabilirler (Jensen, 1988: 26). Bir firmanın finansal gevşeklik biriktirmesinin gerekçeleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Jensen, 1988: 3-4):

- ✓ Menkul kıymetler kısa sürede ihraç edilemez,
- ✓ Dosyalama ve sigortalama gibi teminatla ilgili maliyetlerin olması,
- ✓ Menkul kıymet ihracı isteği durumunda, piyasa tarafından menkul kıymet değerinin altında değerlendirilebilir.

Küçük firmalar için kabiliyetlerin kullanımı ve geliştirilmesi “karmaşık, belirsiz, maliyetli ve zaman alıcı bir süreç” olabilir. Örneğin küçük firmalar, sınırlı sayıda çalışanı ve iç kaynakları nedeniyle çeşitli rutin faaliyetlerini çeşitli alanlarda etkili bir şekilde yönetmek durumundadır. Yetersiz kaynaklar küçük firmaların yenilikçi potansiyelini ve iş fırsatlarını keşfetme yeteneğini de azaltabilir. Finansal gevşeklik küçük firmaların, ek iç kaynaklara erişim sayesinde yeni düşüncelerin ve yeni yolların keşfedilmesine olanak sağlar. Aynı zamanda firmaların şoklara karşı iç esneklik ve tampon kazanmasını sağlar. Son dönemdeki araştırmalar gevşekliği, yeniden düzenlemenin daha kolay olduğu ve yüksek düzeyde çok yönlülüğe sahip bir unsur olarak tanımlamaktadır (Parida ve Örtqvist, 2015: 280).

Belli bir hissedarı temsil etmeyen finansal kaynaklar, iç kaynaklarla çeşitli yollarla üretilebilir veya çeşitli piyasa mekanizmaları aracılığıyla belli bir düzen dahilinde dış kaynaklardan elde edilebilir. Çok sayıda faaliyete tahsis edilmek için mükemmel bir şekilde bölünebilen finansal gevşeklik, firma içerisinde en az emilen ve yeniden düzenlemek için en kolay gevşeklik türüdür. Firmaların finansal gevşekliği dağıtmak için yetenekleri ve motivasyonları sınırlı değildir. Bu yüzden firmanın uzun dönemli pozisyonunu güçlendirebilecek riskli araştırmalar yapması için finansal gevşekliğin tahsisi noktasında daha istekli olunmalıdır. Finansal gevşekliğin emilmeyen (absorbe edilmemiş) doğası, yapısal kısıtlamaların olmaması anlamına da gelir ki, bu kaynakların bir dizi araştırma faaliyetlerine kolayca tahsis edilmesi mümkündür. Yüksek finansal gevşeklik, öngörülemeyen yatırımlar ve belirsiz, kısa süreli getiriye yol açan yeni ürün keşfi için kaynak sağlar. Düşük seviyedeki finansal gevşeklik, başarılı ürün keşfinde yetersiz olarak görülebilir. Daha düşük seviyedeki finansal gevşeklik, firmanın yaşayabilmesi ve faaliyetlerin devam ettirilebilmesi için finansal gevşekliği

sağlamak amacıyla, dağıtılmasından ziyade korunması noktasında baskıyı artıracaktır (Voss vd., 2008: 149). Finansal gevşeklik aşağıdaki unsurları sağlamak suretiyle, yenilikler temelinde rekabet eden firmaların rekabet gücünü sürdürmelerine yardımcı olabilir (O'Brien, 2003: 416):

- ✓ Ar-Ge'ye sürekli ve kesintisiz olarak yatırım yapılması,
- ✓ Yeni ürünlerin piyasaya sürülmesi için gerekli olan fonların gerektiğinde kullanılabilmesi,
- ✓ Satın alınan potansiyel olarak fayda sağlaması durumunda satın alma yoluyla firmaların bilgi temelini genişletilmesi.

Örgütsel gevşeklikte olduğu gibi finansal gevşeklik de örgütsel davranışı ve nihayetinde firma performansını çeşitli açılardan etkilediği bilinmektedir. Dolayısıyla finansal gevşekliğin firma performansı üzerinde bir etkisinin olduğu kabul edilmektedir. Ancak finansal gevşekliğin firma performansını olumlu mu yoksa olumsuz mu etkilediğine yönelik araştırmacılar açısından bir fikir birliği yoktur (Lee, 2011: 2).

2.5.1. Gevşekliğin Ölçümünde Kullanılan Oranlar

Mevcut literatür incelendiğinde finansal gevşekliğin genellikle muhasebe temelli oranlar aracılığıyla ölçüldüğü anlaşılmaktadır. Ancak bu ölçütler noktasında da genel uzlaşının sağlanamadığını söylemek mümkündür. Bu nedenle yapılan çalışmalarda finansal gevşekliği ölçtüğü iddia edilen ve en çok kullanılan ölçütler aşağıdaki gibi ele alınmıştır. Aşağıda finansal gevşekliğin üç ölçütü yer almaktadır.

2.5.1.1. Mevcut Gevşeklik (*Available Slack*)

Emilmemiş (absorbe edilmemiş) gevşeklik olarak da bilinen mevcut gevşeklik, firma içerisinde hazırda bulunan ve henüz herhangi bir ödeme için taahhüt edilmemiş varlıkları temsil eder. Örneğin, yenilikleri veya firma sahiplerinin temettü ödemelerindeki bir artışı finanse etmek için kullanılabilir varlıklardır (Herold vd., 2006: 374). Başka bir ifadeyle, verimliliği artırmak ve belli bir amacın gerçekleştirilmesine katkıda bulunmak üzere hızlı bir şekilde tahsis edilebilir likit varlıklardır (Murro vd., 2016: 135).

Bu gevşeklik türünün, dış tehditlerin etkisini azaltan ve şirket içerisindeki deneyleri teşvik eden varlıklar havuzu sağladığı iddia edilmiştir. Ayrıca firma içerisinde mevcut gevşekliğin var olması durumunda, yöneticilerin umut vadeden projeleri sürdürmelerine imkan sağlanmaktadır (Marlin, 2014: 24). Davranışsal teoriye göre, firmalar temel teknolojilerini iç ve dış değişimlerden korumak için bu tür kaynakları depolamaktadır. Bununla birlikte performans artışına neden olabilecek yeni yatırım fırsatlarına ulaşmaları için esneklik ve kaynak kapasitesi sağlamaktadır (Ju ve Zhao, 2009: 5).

Kolay erişilebilir olmasından dolayı, stratejik formülasyon ve yenilikler için bir katalizör olarak işlev görebilmekte ve çevresel değişikliklere (iş akışı değişikliği gibi) karşı tamponlama mekanizması olarak kullanılabilir (Kim vd., 2017: 392). Stratejik eylemlerin hayata geçirilmesinde olmazsa olmaz bir varlık olan mevcut gevşeklik, stratejik eylemler için hem gerekli hem de kolay ulaşılabilir bir gevşeklik türüdür (Wiersma, 2017: 447). Ancak tüm bu olumlu etkilerinin yanı sıra, mevcut gevşeklikte optimum seviyelerin aşılması durumunda kontrol mekanizmalarında, verimsizlik ve israflar meydana gelebilir (Chandler, 2008: 50). Ayrıca yöneticilerin negatif bugünkü değerli yatırımları finanse etmelerine ve verimli yatırımların azalmasına da sebep olabilirler (Wiersma, 2017: 447).

Gevşeklik, iç ve dış çevresel değişikliklere karşı firmanın uyum sağlamasına katkı sunan ve firma içerisinde gerekli olan seviyenin üzerinde bulunduran kaynaklar olarak değerlendirildiğinde, dönen varlıklar içerisinde yer alan stokların da bir gevşeklik unsuru olduğu söylenebilir. Çünkü faaliyet dönemi içerisinde belli bir üretim seviyesi dahilinde çalışan bir firmaya herhangi bir zaman diliminde beklenenin üzerinde sipariş geldiğinde, firmanın bu siparişleri zamanında yetiştirebilmesi için gereken düzeyin üzerinde stok bulundurması gerekmektedir. Dolayısıyla mevcut gevşekliğin, sadece nakit ve nakit benzeri varlıkları değil, stokları da içerdiği söylenebilir.

Yapılan araştırmaların sonuçları incelendiğinde, genellikle mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu iddia edilmektedir (Ju ve Zhao, 2009: 12). Mevcut gevşekliğin ölçümünde genellikle; cari oran (dönen varlıklar/kısa vadeli yabancı kaynaklar) (Chandler, 2008: 24), asit test oranı ((dönen varlıklar-stoklar)/kısa vadeli yabancı kaynaklar) ve çalışma sermayesi oranı (dönen varlıklar-kısa

vadeli yabancı kaynaklar) kullanılmaktadır (Marlin, 2014: 24). Ayrıca nakit akışının varlıklara bölümü ile de hesaplanmaktadır (Daniel vd., 2004: 569).

2.5.1.2. Geri Kazanılabilir Gevşeklik (Recoverable Slack)

Emilmiş (absorbe edilmiş) gevşeklik olarak da bilinen geri kazanılabilir gevşeklik, firma tarafından kullanılmış ancak verimlilik artışı ile geri elde edilebilen kaynakları temsil eder (Herold vd., 2006: 374). Bu gevşeklik türü, firmaların finansal zorluklarla karşılaştıklarında geri kazanabilecekleri aşırı maliyetler gibi firma içerisine dahil olan kaynaklarının ölçülmesini sağlamaktadır. Firma tarafından ihtiyaç duyulandan daha büyük harcamalar şeklinde firma içerisinde emilmiş kaynaklar olarak düşünülebilir. Örneğin, firma yıl boyunca etkili bir şekilde çalışmak için gerekli olandan daha fazla çalışan istihdam edebilir ve bu da üretimdeki aksaklıklara karşı bir tampon sağlayabilir (Marlin, 2014: 24). Firma içerisinde kullanılmış kaynaklar olmakla birlikte, yeni fırsatlardan faydalanmak ve finansal açıdan zor zamanlarda ayakta kalabilmek için kullanılabilir (Chandler, 2008: 25). Firma içerisinde kullanılmış bu kaynaklar, ihtiyaç anında yeniden dağıtılabilir veya geri kazanılabilir kaynaklardır. Mevcut gevşekliğe göre yöneticiler açısından daha az erişilebilir bir kaynak olan geri kazanılabilir gevşekliği kullanarak çevresel bir değişime karşı cevap vermek daha uzun zaman alabilmektedir (Herold vd., 2006: 374; Chandler, 2008: 6). Geri kazanılabilir gevşekliği, sistem içerisinde aşırı maliyetler olarak gerçekleşmiş giderler gibi düşünmek mümkündür. Bu anlamda firmanın faaliyet giderlerinin (Ar-Ge gideri, pazarlama satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri) geri kazanılabilir gevşeklik unsuru olduğunu söylemek mümkündür. Bu giderlerin cari dönem içerisinde tüketilmiş kaynaklar olduğu, ancak istenilmesi durumunda azaltılmak suretiyle yeniden kazanılması ve farklı amaçlarla kullanılabilmesi mümkündür. Örneğin cari dönemde yüksek geri kazanılabilir gevşekliğe sahip olan bir firma, sonraki dönemde ekonomik sıkıntılarla karşılaştığında geri kazanılabilir gevşekliği azaltarak bu dönemi daha rahat atlatabilir.

Bu gevşekliğin biraz çabayla geri kazanılabilir olması yöneticileri daha iyimser, daha az kaygılı olmaya iter ve bu nedenle yöneticilerin başarısızlık riski konusunda daha az endişe duymalarına neden olur. Firmalar, başarısız yenilik girişimlerinin yol açtığı zorluklarla karşılaştıklarında gelgitleri gidermek için geri kazanılabilir gevşekliği

kullanabilirler. Örneğin, yöneticiler bu gibi durumlarda gelecek dönem üretimi düşürmeksizin geri kazanılabilir gevşekliği azaltabilirler. Temel olarak geri kazanılabilir gevşeklik, yöneticilerin öğrenmeleri için zamana ve dolayısıyla başarılı bir şekilde yenilik yapmalarına izin verdiğinden aşırı risklere karşı sigorta görevi görebilir. Ancak geri kazanılabilir gevşekliğin kullanılması ise yersiz yatırımlara ve mali disiplinin bozulmasına yol açabileceğinden dikkatli olunmalıdır. Nitekim kaynakların fırsat maliyetlerinin düşmesi daha fazla yatırım yapılmasını sağlayacaktır (Wiersma, 2017: 447).

Geri kazanılabilir gevşeklik, yeniliklerle ilişkili olarak hem yenilikler için bir katalizör hem de tamponlama mekanizması olmasının yanı sıra verimsizlik için mevcut gevşekliğe çok benzer şekilde hareket etmektedir (Chandler, 2008: 51). Her ne kadar teoride kolayca geri ulaşılabilir bir kaynak olsa da, geri kazanma, zor, muhtemelen güçlü bir duygu uyanımı gerektirebilir veya olumsuz olarak da sonuçlanabilir. Başka bir ifadeyle, gevşekliğin firma içerisinde emilim derecesi, otorite ve politika gibi güçlülere sahiptir ve geri kazanmaya karşı bir çaba gerektirir. Genellikle ekonomik kriz dönemlerinde bu tip girişimlerde bulunulur ve bu kaynaklar yenilikçi faaliyetlerde kullanılmasından ziyade, verimliliğin artırılmasında ve maliyetlerin azaltılmasında kullanılmaktadır (Herold vd., 2006: 374). Mevcut gevşeklikte olduğu gibi, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif doğrusal veya ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu iddia edilmektedir (Gruener ve Raastad, 2016; Hailu vd., 2018).

Geri kazanılabilir gevşeklik, satış, genel ve yönetim harcamalarının satışlara oranı, Ar-Ge yoğunluğu veya Ar-Ge harcamaların satışlara oranı ile hesaplanabilmektedir (Marlin, 2014: 24). Bununla birlikte Ar-Ge ve sermaye harcamalarının satışlara oranı (Marlin ve Geiger, 2015: 2344), reklam harcamalarının satışlara oranı, üretim harcamalarının satışlara oranı, yönetim harcamalarının satışlara oranı, yönetim harcamalarının satışların maliyetine oranı (Daniel vd., 2004: 570) ile de hesaplanmaktadır.

2.5.1.3. Potansiyel Gevşeklik (Potential Slack)

Potansiyel gevşeklik firmanın borç ya da öz sermayesini artırmak suretiyle çevreden ek kaynak üretme kapasitesi olarak tanımlanabilir (Lee, 2012: 8). Örneğin,

kaynak üretme, gelecek yatırımları için kredi toplama, ek öz kaynak toplama, sermaye piyasalarından yatırım alma veya ek borçlanma kabiliyeti ve kar payı ödemeleri ile karlılık vb. örnek olarak verilebilir (Murro vd., 2016: 138). Firma dışından elde edilmesi nedeniyle yöneticiler için en az erişilebilir gevşeklik türüdür (Baloc vd., 2014: 90). Bu nedenle mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin aksine isteğe bağlı kullanım noktasında farklıdır (Chandler, 2008: 51). Firmanın borç finansmanı kullanarak mevcut kaynaklarını güvence altına alma kabiliyetini gösteren potansiyel gevşekliği arttıkça firmanın deney yapma kabiliyetinin teşvik edilmesi beklenmektedir. Bu durum ise yöneticilerde, araştırma ve geliştirme riskleri ve kısa vadeli performans sorunları hakkında daha az kaygı ve endişeye yol açmaktadır (Marlin, 2014: 24).

Diğer gevşeklik türlerinin aksine potansiyel gevşeklik, Ar-Ge faaliyetlerini finanse etmek için önemli olduğu düşünülen iç fonlardaki yeri oldukça küçüktür. Dahası borçla finansmanın, bir firmanın borç yönetme maliyeti, firmanın kredi değerliliği ve hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini de içeren birçok etkisi söz konusu olduğundan dikkatle düşünülmenden kullanılmamalıdır (Herold vd., 2006: 374). Aynı zamanda, potansiyel gevşeklik, vekalet problemlerini de beraberinde getirmekte ve firmanın değerini de etkileyebilmektedir. Ayrıca yönetim kararları üzerinde ortakların daha fazla inceleme yapmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla potansiyel gevşeklik, borç ihracı konusunda yönetim yapısı içerisinde daha sıkı kontroller olabileceğinden vekalet sorunlarına da neden olabilmektedir (Chandler, 2008: 48).

Borç/özkaynak oranındaki artış firmanın potansiyel gevşekliğini azaltmaktadır. Borçlanmanın artmasıyla birlikte firmanın gelecekte ödeyeceği faizler ve kreditorlerin yönetim politikalarını etkileme düzeyi artacaktır (Lee, 2012: 9). Potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin olduğu iddia edilmektedir. Yani potansiyel gevşeklik azaldıkça (borçlanma arttıkça) firma performansı da azalmaktadır. Borçlanmanın artmasıyla birlikte firmanın kredi riski artmakta, kredi riskinin artmasına bağlı olarak ise ihtiyaç anında düşük maliyetli dış kaynak bulma ihtimali azalmaktadır. Bu nedenle firmalar borç oranlarını düşürerek ihtiyaç anında düşük faiz oranlarıyla dış kaynağa rahatlıkla ulaşabileceklerdir.

Potansiyel gevşeklik, borçların özkaynaklara oranı, borçların satışlara oranı ve borçların varlıklara oranı ile hesaplanmaktadır (Marlin, 2014: 24; Marlin ve Geiger,

2015: 2344). Bununla birlikte bazı araştırmalarda is faiz karşılama oranı, öz kaynakların borçlara oranı, uzun dönemli borçların varlıklara oranı gibi oranlarla da hesaplandığı görölmektedir (Daniel vd., 2004: 568-569-570).



BÖLÜM 3

LİTERATÜR TARAMASI

Araştırmanın bu bölümünde gevşeklik kavramı üzerine literatürde yer alan çalışmalara yer verilmiştir. Bölümün sonunda ise gevşeklik ve firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik olarak literatür özeti tablo şeklinde sunulmuştur.

Bourgeois ve Singh (1983), üç temel konu üzerine yoğunlaşmışlardır: birincisi, “kolay toparlanma” boyutunu içeren gevşekliği kavramsallaştırmak, ikincisi, Bourgeois tarafından önerilen, finansal göstergeler kullanarak örgütsel gevşekliğin ampirik bir ölçümünü sağlamak, üçüncüsü ise tepe yöneticileri tarafından belli stratejik ve politik davranışlar ile gevşeklik arasındaki ilişkiyi test etmektir. Araştırma, örgütsel gevşekliğin çeşitli bileşenlerini ölçmenin bir yolunu sağlamakta ve bunları ampirik olarak üst yönetici ekipleri içerisindeki bazı strateji oluşturma davranışlarıyla birleştirmektedir. Araştırmada farklı gevşeklik bileşenlerinin (mevcut, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik) stratejik davranışları farklı açılardan etkilediği bulunmuştur. Kısa vadede, gelecek potansiyel gevşeklik politik davranışları artırırken ve amaç çatışmalarını bastırırken, geri kazanılabilir gevşeklik politik davranışları azaltmaktadır. Baskın olan koalisyonun büyüklüğünü kontrol ettikten sonra potansiyel gevşeklik politik davranışları pozitif, ayrıca hem mevcut hem de potansiyel gevşeklik amaç çatışmalarını negatif etkilemektedir. Ancak geri kazanılabilir gevşeklik politik davranış üzerinde anlamlı bir negatif etki yaratmamıştır.

Singh (1986), örgütsel karar alma sürecinde örgütsel performans ve risk alma arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada, performansın kabul edilebilir seviyelerinin altına inmesini tetikleyen doğrudan ilişkinin negatif olacağı ama buna rağmen örgütsel gevşeklik ve yerinden yönetimden kaynaklanan dolaylı ilişkinin ise pozitif olacağı karmaşık bir model önerilmektedir. Çalışmada, Kanada’dan 81 ve ABD’den 115 firmanın halka açık arşiv kaynakları ve anket yöntemiyle elde edilen veriler analiz edilerek incelenmiştir. Firmaların kesitsel örneği için yapılan model testi sonuçları, modelin genel olarak desteklendiğini göstermektedir. Çalışma bulguları, değişimin dengeli örgütsel süreçlerden doğduğu görüşüne sahip teoriler için belli sonuçlara da sahiptir. Yine araştırmaya göre, araştırmanın temel tezi olan, zayıf büyüme örgütsel

karar almalarda yüksek risk algısı ile ilişkili iken, yüksek büyüme ise düşük risk algısı ile ilişkili olduğu tezi sonuçlarla desteklenmiştir. Yüksek performans, hem yüksek absorbe edilebilen gevşeklik ile hem de absorbe edilemeyen gevşeklik ile ilişki içerisinde. Sonuçlar, performansın risk alma ile hem doğrudan hem de dolaylı olarak ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Doğrudan ilişki, performans tatmin edici bir düzeyde olduğunda risk algısını azaltmayı gerektirirken, performansın tatmin edici olmadığı bir düzeyde risk almayı artırmayı gerektirmektedir. Absorbe edilebilen gevşeklikten kaynaklanan ama absorbe edilemeyen gevşeklikten kaynaklanmayan dolaylı ilişki, absorbe edilebilen gevşekliğin artmasıyla ilişkili daha iyi performanstır ve bu da daha büyük risk alımı ile ilişkilidir.

Jensen (1988), finansal gevşekliğin hisse senedi fiyatlarına olan tepkinin açıklanmasında bir faktör olup olmadığını belirlemeyi amaçlamıştır. Araştırmacıya göre, son zamanlarda yapılan araştırmalar ilk hisse senedi arzı duyurularına hisse senedi fiyat reaksiyonlarının negatif olduğunu kanıtlamaktadır. Ayrıca araştırmada, Myers ve Majluf tarafından geliştirilen ters seçim modeli de dolaylı olarak test edilmiştir. İlk olarak ters seçim modelinin bir uzantısı geliştirilmiş ve firmalar tarafından tutulan finansal gevşekliğin bir hisse senedi duyurusuna finansal piyasaların tepkisini etkileyeceği öngörülmüştür. Sonrasında olağan bir hisse senedi arzı duyurusuna hisse senedi fiyat davranışlarını ölçmek için bir olay çalışması (event study) geliştirilmiştir. Araştırma verileri, 1976 tarihinden 1985 yılına kadar geçen dönemde rapor edilen muhasebe duyurularından elde edilen 360 adet olağan hisse senedi arzı duyurusundan oluşmaktadır. Araştırma sonuçlarına göre, hisse senedi arzlarının, hisse senedi fiyatını istatistiksel olarak negatif anlamlı bir şekilde etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuçlar hisse senedi duyurularında hisse senedi fiyat davranışını inceleyen önceki araştırmalarla tutarlılık göstermiştir. Ters seçim modeliyle uyumlu olan bu araştırma, olağan hisse senedi arzı duyurularının hisse senedi fiyatlarını azalttığını göstermektedir.

Sharfman vd., (1988: 611-612), örgütsel gevşekliğin öncüllerini tanımlayan bir model geliştirmiştir. Araştırmada öngörücüler üç grupta toplanmıştır: çevresel beklenmedik durumlar, örgütsel özellikler ve baskın koalisyonun değerleri ve inançları. Her bir öngörücü grubunun farklı seviyelerde gelişmeye nasıl yol açtığı ve gevşeklik kaynak türlerinin nasıl sunulduğu hipotezlerle ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Araştırmada gevşekliğin altında gelişen koşulları anlamak için bir şema oluşturulduğu

ve belli güçlerin gevşeklik kaynaklarının farklı türlerinin seçimine yol açtığı belirtilmiştir. Araştırmada ortaya konulan modelin uygulayıcılara da önemli katkılar sunacağı ve araştırmada yer alan önermeleri anlamının yöneticilere gevşeklik kaynaklarını seçmelerinde kolaylıklar sağlayacağı belirtilmiştir. Yöneticilerin çevre ve örgütün özelliklerini ve toplu inançları analiz etmek ve gevşeklik hakkında daha iyi seçimler yapmak için modelde yer alan şemayı takip edebilecekleri belirtilmiştir.

Moses (1992), örgütsel gevşeklik ile risk algısı davranışı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmacıya göre risk algısı ile ilişkili olan gevşekliğin derecesi ve gevşekliğin varlığı veya yokluğu örgütsel değişimlerle alakalıdır. Gevşekliğin azaltılmasına veya artırılmasına neden olan örgütsel değişimlerin derecesi, gelecek risk algısı davranışını değiştirebilir. Ekonomi ve finanstaki geleneksel teoriler, bireylerin ve örgütlerin zıt yönde risk aldıklarını ve yüksek riskli projelerin ve stratejilerin yalnızca daha yüksek bir beklenen getiri oranına sahip olması durumunda üstlenildiğini iddia etmektedir. Bu teoriler uzun dönemde risk ve getiri arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu iddia etmektedir. Bununla birlikte endüstri içerisindeki araştırmalar ise bu ilişkinin negatif olduğunu göstermektedir. Risk-getiri paradoksu olarak adlandırılan bu ters ilişki çeşitli araştırmacılar tarafından ele alınmış ve firma performansının tatmin edici bir seviyesi bakımından açıklanabilmektedir. Bunu basitçe açıklamak mümkündür. Tatmin edici seviyenin üzerinde performans gösteren firmalar, sonraki performansları tatmin edici seviyenin altına düşürme ihtimalini azaltacağından düşük riskli kararları tercih ederler. Tatmin edici seviyenin altında performans gösteren firmalar ise sonraki performanslarının tatmin edici seviyenin üzerine çıkarma ihtimalini artırdığından yüksek riskli kararları tercih etmektedirler. Araştırmada, büyük silah sistemleri için fiyatlandırma stratejileri incelenmiştir. Bu maksatla 53 farklı havacılık silah sistemi programlarının tarihi maliyet verileri 30 yıllık periyotta incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre örgütsel gevşekliğin artmasıyla birlikte daha riskli kararlar alındığı belirlenmiştir. Gevşeklik çok boyutlu bir yapıya sahip olmakla birlikte, çalışma sermayesi ve harcamalarının seviyesi üzerine odaklanmak, stratejik davranışları açıklamada faydalı olan gevşekliğin ölçümlerini sağlamaktadır.

Smith ve Kim (1994), devralmaların Myers ve Majluf'un yetersiz yatırım sorununu ve Jensen'in serbest nakit akış sorununu ne ölçüde azalttığını incelemiştir. Araştırmada devralmalarda teklif verenler, "yüksek serbest nakit akışı", "zayıf

gevşeklik” ve “diğerleri” olarak sınıflandırılmıştır. Araştırma verileri, 1980-1986 yılları arasında ortaya çıkan 827 ara mülakat ihale teklifini kapsamaktadır. Elde edilen veriler, olay çalışması (event study) yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, birleşme kazanımlarının aşırı ya da düşük yatırım sorunlarının kararlılığından kaynaklandığı ortaya koyulmaktadır. Sonuçlar aynı zamanda, yüksek serbest nakit akışına sahip teklifçilerin hedefleri doğrultusunda daha fazla ödeme eğiliminde olduklarını ve likiditeyi azaltarak, yüksek serbest nakit akışına sahip teklifçi firmaların hisse senetlerinin değerini artırarak yöneticileri kısıtladıklarını göstermektedir. Yüksek serbest nakit akışına sahip hedefleri içeren satın almalarda elde edilen toplam getiri, diğer hedefleri kapsayan satın almalarından daha yüksektir. Yüksek serbest nakit akışına sahip teklifçilerin getiri oranı anlamlı bir şekilde negatif iken, zayıf gevşekliğe sahip teklifçilerin getiri oranı anlamlı bir şekilde pozitifdir. Ayrıca, yüksek serbest nakit akışına sahip teklifçilerin getirileri, satın alma borç kullanımında artışla ve likit varlıkların azalmasıyla sonuçlandığında daha pozitifdir. Zayıf gevşekliğe sahip teklifçilerin getirileri, borç azaldığında, likit varlıklar arttığında ve hedef yüksek serbest nakit akışa sahip olduğunda daha pozitifdir.

Panzano ve Billing (1994), örgütsel gevşeklik, sorun çerçeveleri ve risk algısı arasındaki ilişkiyi örgütsel düzeyde ele almıştır. Araştırmaya göre, stratejik meselelerin teşhis edilmesi son yıllarda araştırmacılar için hem teorik hem de ampirik olarak odak noktası haline gelmiştir. Bunun nedeni ise karar vericilerin bir meseleyi çerçeveleme biçimleri onların cevaplarını etkilediği sıklıkla iddia edilmektedir. Araştırmada, mesele çerçeveleme işleminin etkisinin birçok araştırmacı tarafından kabul edildiği ama hala bu sorunların devam ettiği, ayrıca meselelerin teşhisinin etkileri üzerine oldukça fazla teori olmasına rağmen verilerde bir eksiklik olduğu belirtilmiştir. Araştırmanın yapılma nedeni olarak, örgütsel düzeyde önemli örgütsel kararlara ilişkin sorun çerçeveleme ile ilgili çok az kanıt ve çalışma yapılması olduğu ifade edilmiştir. Araştırma verileri iki kaynaktan toplanmıştır. İlk kaynak 535 adet karar vericiye bir anket uygulanmıştır. İkinci kaynak ise örgütsel gevşeklik ve risk algısını belirlemek için firmaların finansal verileridir. Araştırma sonuçlarına göre bu çalışma, tepe yönetim takımlarının sorun çerçevelemelerinin, riskli ve önemli örgütsel kararlara ilişkili olduğu görüşüne ampirik destek bulmuştur. Öngörüldüğü gibi çerçeveleme, dikkatin hayati bir odağı ile tutarlı bir yöntemle önemli riskli kararlarda anlamlı değişkenlikleri açıklamaktadır. Ayrıca

öngörülenin aksine, çerçevelemenin, risk algısı ile gevşeklik arasındaki ilişkiye aracılık ettiğine dair kanıt bulunamamıştır.

Nohria ve Gulati (1996), örgütlerde gevşeklik ile yenilik arasında ters bir ilişkinin olduğunu savunmaktadır. Araştırmada dünya çapında iki çok uluslu şirketin 264 fonksiyonel departmanı üzerinden elde edilen veriler analiz edilmiş ve sonuçlar hipotezleri desteklemiştir. Araştırmaya göre gevşekliğin çok fazla olması da çok az olması da yenilik için zararlıdır. Bu ilişkiyi düzenleyen iki teknik önerilmiştir: Birincisi, tecrübe üzerinde gevşekliğin etkisi, ikincisi ise tecrübe üzerinde otorite kullanılmasına gevşekliğin etkisidir. Başarısı belli olmayan her türlü tecrübeden vazgeçirdiğinden, gevşekliğin oldukça az olması zararlıdır. Bununla beraber gevşekliğin oldukça fazla olması da yenilik için zararlıdır. Çünkü aşırı gevşeklik rehavete ve disiplin eksikliğine neden olmakta ve bu da iyi projeler yerine kötü projelerin tercih edilmesini mümkün kılmaktadır. Bu nedenle doğru soru olarak, gevşeklik iyi mi kötü mü sorusundan ziyade optimal gevşeklik miktarı ne olmalıdır sorusu daha doğru olacaktır. Bu soruya doğru cevap verebilmek, belli olmayan bazı faktörlere bağlı olarak değişmektedir. Örneğin, büyüyen bir endüstride optimal örgütsel gevşeklik, zayıflayan bir endüstriden daha büyük olacaktır. Çünkü önceki projenin net bugünkü değeri, sonraki projeden muhtemelen daha pozitif çıkacaktır. Benzer şekilde optimal gevşeklik miktarı firma kültürü, iç kontrol sistemleri ve bir alt birim tarafından ele alınan kritik olasılıklar gibi firma (alt birim) düzeyindeki faktörler tarafından belirlenebilmektedir.

Nohria ve Gulati (1997), gevşekliğin bir organizasyon için ne bir yıkıcı etkiye sahip olduğu ne de başarısızlıklara karşı bir çare olduğu varsayımı ile ilgili teorik tartışmaları uzlaştırmak amacıyla bu araştırma yapılmıştır. Araştırmaya göre, örgütsel gevşeklik ile yenilik arasındaki ilişki uzun yıllarca cevap bulunamamış ampirik bir soru olmaya devam etmiş ve teorisyenler gevşekliğin yeniliği kolaylaştırdığı veya onu engellediğine ilişkin temel meseleyi tartışmaya devam etmektedirler. Gevşeklik karşıtları, gevşekliğin Ar-Ge faaliyetlerinde savurgan yatırımları teşvik ettiğini ve yeniliği azalttığını, gevşeklik taraftarları ise gevşeklik kaynaklarının önemli yeniliklere yol açabilecek deneyimler için bireylere ve bölümlere izin verdiğini savunmaktadır. Başarı ihtimali belirsiz olan bir deneyimin herhangi bir biçimi için cesaret kırdığından dolayı oldukça az gevşeklik yeniliği engellemektedir. Buna karşın oldukça fazla gevşeklik ise rehavet içerisinde ve dikkatsiz bir şekilde kontrollerin yapılmasının teşviki

ile yenilikler engellenmektedir. Dolayısıyla bu iki aşırılık yerine herhangi bir örgütsel ortamda yenilik için orta seviyede gevşekliğin en uygun olacağı araştırmada ifade edilmiştir. Araştırmada iki çok uluslu şirketin 264 fonksiyonel bölümünden elde edilen anket verileri analiz edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, bir örgütsel ortamda hem çok fazla hem de çok az gevşekliğin var olmasının yenilik için zararlı olduğu bulunmuştur. Bu nedenle, gevşekliğin yenilik üzerinde pozitif ve negatif etkisinin olup olmadığının analiz edilmesi yerine, teorisyenler ve yöneticiler tarafından “Optimal gevşeklik miktarı ne olmalıdır?” sorusu üzerine odaklanılması gerektiği vurgulanmıştır.

Bowers vd., (2000), belli koşullar altında, bir firmanın başka bir firmayı satın almasında kullanılacak en uygun değişim aracıyla ilgili bir firmanın kararının uzun dönemli projelerin finansmanında hangi sermaye kaynağına karar verileceği ile ilgili kararları incelemiştir. Bu tür bir etkileşim, firmanın pozitif net bugünkü değerli bir projesinin finansman kaynağı olarak sadece hisse senedi olduğu zaman ortaya çıkmaktadır. Araştırmada, Myers ve Majluf (1984) tarafından yapılan modelin bir uzantısını kullanarak yeniden modellenmiş ve satın alma alternatifinin yöneticilerin yatırım ve finansal kararlarına ilişkin işaretleri nasıl ayrıştırdıklarına imkân verdiği gösterilmiştir. Araştırmaya finansal gevşeklik ile birlikte emeklilik fonlarının da dahil edilmesiyle birlikte, genişletilmiş modelin birleşme faaliyetini açıklama kabiliyeti için ampirik bir destek elde edilmiştir. Araştırmanın örneğini 1978-1988 döneminde açıklanan satın alma tekliflerinde yer alan fiyat teklifleri ve hedef firmalar (toplam 85 adet firma) oluşturmaktadır. Araştırma sonuçlarına göre, başka bir firmayı edinmek için yaygın olarak hisse senetlerini kullanan finansal gevşekliğe sahip teklifçi firmaların, hisse senetlerinin aşırı değerli olduğu finansal piyasaları işaret ettiği görülmektedir. Bununla birlikte finansal gevşeklik birikiminin satın alma adaylarında değerlendirildiğine dair de kanıtlar bulunmuştur. Son olarak, hedef firma ile finansal gevşeklik birikimi ile ilişkili artan toplam dolar getirisi, hedef firma hissedarları ve fiyat teklifi arasındaki herhangi bir zenginlik paylaşımından bağımsız olarak bolluk etkisi ile tutarlıdır.

Triantis (2000), bir yöneticinin takdir yetkisinin firmanın iç kaynaklarına ve riski düşük borç bulma kapasitesine (finansal gevşeklik) bağlı olduğu ifade etmiştir. Araştırmada optimal finansal gevşeklik miktarının şirket finansmanı için oldukça önemli bir problem olduğu belirtilmiştir. Finansal gevşekliğin oldukça fazla olması yönetsel kötüye kullanmayı teşvik ederken kurumsal vekalet sorunlarını da

artırmaktadır. Bununla birlikte finansal gevşekliğin oldukça az olması ise karlı yatırım fırsatlarından faydalanmasını engellemektedir. Borçlanma miktarı, vade, sözleşme, temerrüte düşen hak ve teminatlar gibi finansal kaldıracın çeşitli özellikleri firmanın finansal gevşeklik derecesini düzenlemek için kullanılabilmektedir. Araştırmada, ek güvence ve kazançlardaki teminat hakkı ile ilişkili mülkiyet haklarının ve öncelik kurallarının finansal gevşeklik politikalarına nasıl katkı sağladığını göstermek amaçlanmıştır.

Geiger ve Cashen (2002) araştırmalarını, Nohria ve Gulati (1996)'nin araştırmasını genişletmek üzerine kurmuşlardır. Nohria ve Gulati araştırmalarında firma içerisindeki gevşeklik seviyesinin firmanın yeniliklerini etkilediğini ifade etmiştir. Daha açık bir ifadeyle firma içerisindeki gevşeklik artarsa yeniliklerin de artacağı iddia edilmiştir. Ancak aşırı gevşeklik, Ar-Ge faaliyetlerindeki disiplinsiz yatırımlara yol açacağından aslında yenilikler azalmaktadır. Çalışmanın temel amacının, çoklu bir perspektiften yenilikler üzerindeki örgütsel gevşekliğin etkisini incelemek olduğu ifade edilmiştir. Araştırmalar gevşekliğin farklı tiplerinin firma yenilikleri üzerinde farklı etkilerinin olduğunu göstermektedir. Nohria ve Gulati bu farklılıkları, toplanan verilerin doğası gereği test edememişlerdir. Araştırmada 138 firma ele alınarak 15 öngörücü değişkenle analiz edilmiştir. Analiz dönemi olarak ise 1982-1992 yılları ele alınmıştır. Risk algısı, politik davranışlar ve yenilik üzerinde gevşekliğin etkisi gibi istisnai konularla araştırma sınırlandırılmıştır. Sonuçlara göre, iç gevşekliğin her ikisinin de yenilikle olan ilişkisi terstir. Mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin, firmayı yenilikçi projelerin göz ardı edilmesinden ve azalmasından koruyabileceği önerilmiştir. Ayrıca dış gevşeklik ile yenilik arasında doğrudan bir ilişki de tespit edilmiştir. Bu yüzden borç düzeyi düşük olan firmalar daha büyük yenilik gösterme eğilimindedir. Son olarak çalışmada, “optimal gevşeklik miktarı ne olmalıdır” sorusu yerine “gevşekliğin her bir türü için optimal miktarı ne olmalıdır” sorusunun sorulmasının daha anlamlı olacağı ifade edilmiştir.

Hadlock ve James (2002), bir firmanın finansal seçimlerinde kamu tahvilleri yerine banka kredisini seçmeleri kararını incelemişlerdir. Bu amaçla finansal olmayan 500 firmanın 1980-1993 dönemi ele alınmıştır. Araştırmanın temel hipotezi ise bankaların finansal talepleri doğru bir şekilde fiyatlandırabilmeleri ve böylece düşük değerli firmaların marjinal finansal kaynakları olarak banka kredisi seçmeleri için bir

önceliği teşvik etmeleridir. Küçük ön duyurularla hisse senedi fiyatında artış sergileyen ve yüksek hisse senedi oynaklığına sahip olan firmaların yeni banka kredilerini ilan etme olasılıklarının oldukça yüksek olduğu tespit edilmiştir. Asimetrik bilgi problemlerini ölçen değişkenlerin artırılması durumunda firmaların banka kredilerini seçme olasılığı oldukça fazladır. Bilgi problemleri için banka kredisi seçme hassasiyeti kamu borcu olmayan firmalarda daha fazladır. Elde edilen bu sonuçlar, bankaların asimetrik bilgi problemlerinin hafifletilmesine yardımcı olduğu ve firmaların, banka finansmanını seçmeleri durumunda birçok sözleşme maliyetlerine karşı bu bilgi avantajlarını değerlendirdikleri hipotezleri ile tutarlılık göstermiştir.

Tan ve Peng (2003), örgütsel gevşekliğin firma performansını nasıl etkilediğini incelemiştir. Örgütsel teoriye göre gevşekliğin, tüm maliyetlerine rağmen firma performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, vekalet teorisinde ise, gevşekliğin, performansı engellediği ve verimsizliğe neden olduğu belirtilmiştir. Ampirik kanıtlar, gelişmiş ekonomilerin çoğunluğu için yetersizdir. Dahası böyle bir etkinin (pozitif veya negatif) doğrusal veya eğrisel olup olmadığını ampirik olarak test etmek için yeterince araştırma yapılmadığı da belirtilmiştir. Araştırmada Çin’de yer alan firmalar ele alınarak iki bağlantılı araştırma yapılmıştır. Birinci araştırmada anket uygulanmışken (anketler şirketlerin genel müdürlerine ve planlama müdürlerine uygulanmış ve 55 adet anket geçerli sayılmış) ikinci araştırmada ise firmaların (1532 firma) geçmiş verilerinden yola çıkılarak analiz yapılmıştır. İki araştırmanın sonuçlarına göre, gevşeklik ölçümlerinde emilmeyen (absorbe edilemeyen) gevşeklik dikkate alındığında örgütsel teori daha anlamlı iken, gevşeklik ölçümlerinde emilen (absorbe edilen) gevşeklik dikkate alındığında ise vekalet teorisi daha anlamlı sonuçlar vermektedir. Ayrıca araştırmada gevşeklik ile firma performansı arasında eğrisel bir ilişkinin olduğu da belirlenmiştir. Araştırmada gevşeklikle ilgili olarak doğru sorunun; gevşekliğin firma performansı için aynı oranda iyi mi kötü mü olduğu değil, firma performansı için optimal gevşeklik aralığının olup olmadığı sorusu olduğu ifade edilmiştir.

Daniel vd., (2004), örgütsel araştırmalarda finansal gevşeklik ile firma performansı arasında birçok ilişki önerilmiş olmasına rağmen, önceki sonuçların belirsizliğinden dolayı bu konu üzerine yoğunlaşmıştır. Bu ilişki hakkında bir fikir sahibi olmak için 1990-2000 dönemine ait önde gelen yönetim ve işletme dergileri taranmış ve konuyla alakalı 66 araştırmadan 80 örnek temel alınarak meta analiz

yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, her üç gevşeklik türü (mevcut gevşeklik, geri kazanılabilir gevşeklik ve potansiyel gevşeklik) ile finansal performans arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu kanıtlamış ve yine sonuçlar, endüstriyel ilişkiyi kontrol eden araştırmaların etmeyenlere göre performans ve potansiyel gevşeklik arasında güçlü bir pozitif ilişkinin olduğunu göstermektedir. Analizde aynı zamanda, geçmiş gevşeklik ölçümlerini kullanan çalışmaların, geri kazanılabilir gevşeklik veya potansiyel gevşeklik için cari yıl ölçümlerini kullananlara göre daha güçlü bir pozitif finansal gevşeklik-performans ilişkisini göstermediği bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara göre, gevşeklik ve performans arasındaki ilişkinin aracı faktörlere yönelik ek araştırmaların önemine vurgu yapılmaktadır.

George (2005), halka açık şirketlerden elde edilen ampirik bulgular ve davranışsal teori, gevşeklik kaynaklarının finansal performans üzerinde olumlu bir etkisinin olduğunu ileri sürdüğünü belirtmektedir. Yine çalışmada, bu alanın henüz keşfedilmediği ve kavramsal argümanlarda kaynak kısıtlamalarının finansal performansı artırabileceği ifade edilmiştir. Bu maksatla çalışmada, 900 özel şirkete ait dikey verilerle, finansal performans üzerinde gevşeklik türlerinin farklı etkilerinin olduğu hipotezi doğrulanmıştır. Araştırmada gevşeklik türleri ayırt edilmiş ve performansla olan ilişkileri açıkça belirtilmiştir. Araştırmacılara göre bu araştırma, özel firmaların dikey bir örnekle finansal performans ve gevşeklik arasındaki nedensellik ilişkisini kuramsallaştıran ve test eden ilk araştırmadır. Araştırma sonucuna göre, ilişkiler modeli gevşeklik türleri (yüksek takdir yetkisi, düşük takdir yetkisi ve geçici gevşeklik) ile farklıdır ve araştırmanın, örgütsel teoriye göre şimdiye kadar, gevşeklik ve performans arasında pozitif doğrusal ilişkinin var olduğu düşüncesine katkı sağladığı belirlenmiştir. Ayrıca özellikle örgütsel yaş ve endüstriyel zorluklar arabulucu olarak düşünüldüğünde bu iddiaya destek bulunduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, özel firmalar bağlamında performans ve gevşeklik arasındaki dinamik etkiyi araştırmak için davranışsal ve kaynak kısıtlamaları iddialarının uyumluluğu hakkında da destek bulunmuştur.

Booth ve Cleary (2006), iç ve dış finansman maliyetleri arasında sıkışmaya neden olan piyasa eksiklikleriyle karşılaşıldığı bir dönemde firma yatırım kararlarını incelemiştir. Araştırmada nakit akış oynaklığı yüksek olan firmaların yatırım harcamalarının belli bir dönemin iç nakit akışına olan hassasiyetinin daha az olacağını ortaya koymuşlardır. Yani finansal baskılarla karşı karşıya olan firmalar, daha fazla

finansal gevşeklik oluşturarak ve güçlü bir bilançooya sahip olarak bu etkileri önceden görebilmektedirler. Finansal baskılarla karşı karşıya olan firmalar bilançolarını güçlendirmekte ve daha az kısıtlamalarla karşılaşan firmalara göre gelecek nakit akışı ve yatırımlar arasında daha az korelasyon göstermektedirler. Araştırmada elde edilen kanıtlar teorik öngörüler için güçlü bir destek bulmaktadır. Özellikle sonuçlara göre, nakit akış oynaklığı yüksek olan firmalar, finansal gevşeklik seviyelerini en yüksek seviyede tutarlar ve yatırım harcamalarının firmanın kendi içinden oluşturduğu nakit akışlarına hassasiyeti en azdır. Araştırmanın modeli ve ampirik sonuçları, bir firmanın finansal baskılar altında çalışıp çalışmadığını göstermek için kullanılan ve ampirik literatürde var olan vekiller üzerindeki önemli bir anlaşmazlığın uzlaştırılması için yararlı olacağı ifade edilmiştir.

Cahandler (2008), gevşeklik ile yenilik ilişkisi, çevresel faktörler ve finansal performans ile ilgili soruları ele alarak Geiger ve Cashen'nin 2002 yılında yaptıkları araştırmayı genişletmiştir. Araştırmada, gevşeklik kaynakları ve yeniliğin çoklu belirleyicileri iki aşamada araştırılmıştır. Birinci aşamada, teknoloji odaklı yeni bir ekonomi ve çevresel şokları içeren bir zaman periyodunda gevşeklik ve yenilik arasındaki ilişkinin doğası incelenmiştir. İkinci aşamada ise geri kazanılabilir gevşeklik kaynakları (recoverable slack resources) ile yeniliğin finansal performansa olan etkisi incelenmiştir. Analizde, havacılık, ürün ve parça imalatı üretimi, bilgisayar ve elektronik ürün imalatı ve yazılım firmalarından oluşan 1000 firmanın 1999-2005 dönemlerine ait verileri ele alınmıştır. Verilerin analizinde çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, bilgi teknolojilerine dayalı ekonomide çalışan firmaların mevcut gevşeklik (available slack) ve yenilikleri arasındaki ilişki önceki araştırmalarda belirtildiği gibi eğrisel değildir. Potansiyel gevşeklik (potential slack) ile yenilikler arasında da öngörüldüğü gibi bir pozitif ilişki bulunamamıştır. Bununla birlikte, bilgi teknolojilerine dayalı ekonomide iş yapan firmaların geri kazanılabilir gevşeklikleri (recoverable slack) ile yenilikleri arasındaki ilişkinin eğrisel olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla bu araştırmanın sonuçları, geri kazanılabilir gevşeklik ile yenilikler arasında var olan ilişkinin güçlü olduğunu bulmuştur. Ayrıca sonuçlar, geri kazanılabilir gevşeklik, yenilik ve finansal performans arasında karşılıklı etkileşimin var olduğunu göstermektedir. Bu durum geri kazanılabilir

gevşekliği yüksek olan firmaların düşük olan firmalara kıyasla, aynı yenilik girdi seviyesinde daha iyi yararlandıklarını göstermektedir.

Kim vd. (2008), Ar-Ge yatırımları ile finansal gevşeklik arasındaki ilişki üzerine sahiplik yapısının etkisini incelemek için vekalet teorisini (agency theory) kullanmış ve bu ilişkinin, sahiplerin kimliklerine ve onların farklı çıkarlarına bağlı olarak nasıl farklılaşabileceğini ortaya koymuştur. Bu yapılırken, farklı sahiplik türleri arasında var olan temel çıkar çatışmalarının incelenmesi ile vekalet teorisinin kapsamının genişletildiği ifade edilmiştir. Araştırmanın örneklemini, Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören, Ar-Ge yoğun 253 adet imalat sanayi işletmesinin (Makine, Elektronik ve Kimyasal Sanayi) 1998-2003 dönemlerine ait verileri oluşturmaktadır. Araştırma sonuçlarında, finansal gevşeklik ile Ar-Ge yatırımları arasındaki ilişkinin ters U şeklinde eğrisel olduğu vurgulanmıştır. Ancak bu ilişkinin farklı sahiplik yapılarına göre değiştiği de ifade edilmiştir. Aile mülkiyeti, finansal gevşeklik ile Ar-Ge yatırımları arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilerken, yerli kurumsal yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar bu ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir. Araştırma sonuçları, farklı sahiplik yapıları arasında ayırım yapmanın finansal gevşeklik ve Ar-Ge yatırımları arasındaki ilişkinin doğasını anlamayı kuvvetlendirmede temel bir enstrüman olduğunu göstermektedir.

Murro vd., (2008), BM&FBovespa borsasında işlem gören, Brezilya İnovasyon Endeksi içerisinde ve sektörel inovasyon sıralamasında yer alan 208 firmanın yenilikçilikleri ile örgütsel gevşeklikleri arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla yaptığı araştırmada, 2010-2012 yıllarına ait veriler ele alınmıştır. Araştırmanın amaçları doğrultusunda panel veri analizi uygulanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, örgütsel gevşeklik değişkenlerinin (mevcut/absorbe edilmemiş, geri kazanılabilir/absorbe edilmiş ve potansiyel gevşeklik) firmaların yenilikçi düzeylerini etkileyebildiği belirlenmiştir. Sonuçlara göre, firmanın geri kazanılabilir/absorbe edilmiş ve potansiyel gevşekliği firmanın yenilikçi sürecini önemli ölçüde ve pozitif yönde etkilemektedir. Yani firmanın geri kazanılabilir ve potansiyel gevşekliği ne kadar fazla ise o kadar yenilikçi bir firmadır. Mevcut gevşeklik ile firma yenilikçiliği arasındaki ilişki ise pozitif yönde ve daha az anlamlıdır. Daha yüksek düzeyde mevcut (absorbe edilmemiş) gevşeklik, firmaların yenilikçi süreçlerinde sorun yaratabileceği ve kalkınma projelerini olumsuz etkileyebileceği vurgulanmıştır.

Oerlemans ve Pretorius (2008), örgütsel gevşeklik ile firma yenilikleri arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere 1998-2000 yılları arasında Güney Afrika'da faaliyet gösteren 319 firmanın finansal verilerini ele almıştır. Firmaların verilen yılları için örgütsel gevşeklikleri ve yenilikçi çıktıları anket yöntemi kullanılarak elde edilmiştir. Verilerin analizinde çok değişkenli sıradan en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre ise örgütsel gevşeklik ile yenilikçi çıktılar arasında pozitif bir ilişki vardır. Yani örgütsel gevşekliğin fazla olması firmanın yenilikçi çıktıların artmasına neden olmaktadır. Örgütsel gevşeklik ile firmanın yenilikçi çıktıları arasında negatif ve eğrisel bir ilişki tespit edilmemiştir.

Latham ve Braun (2008), ekonomik durgunluk döneminde gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere 450 firmanın, 2001 yılının ilk çeyreği ile 2003 yılının son çeyreği olmak üzere toplam 12 dönem verisini ele almıştır. Verilerin analizinde Hiyerarşik Lineer Modelleme (HLM) kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, ekonomik durgunluk döneminde performansın belirleyicilerinden birisinin, ekonomik krizin başlangıcında firmanın elinde bulundurduğu finansal gevşeklik düzeyi olduğu belirlenmiştir. Ayrıca durgunluğun ilk aşamalarında daha yüksek gevşekliğe sahip olan firmaların daha düşük performans gösterdikleri tespit edilmiştir. Finansal gevşeklik, örgütsel yapı ve çevre arasındaki sapma ve yönetsel rehabetin bir göstergesidir. Bir durgunluk gerçekleştiğinde daha az verimli olan firmalarda, kritik stratejik hareketlerin uygulanmasının ve benimsenmesinin yavaş olmasından dolayı performans düşmektedir. Bunun yanı sıra araştırma sonuçları aynı zamanda, yüksek düzeyde finansal gevşekliğe sahip olan firmaların dışsal şoklardan daha iyi korunabileceklerini göstermektedir. Ekonomik durgunluk sırasında gevşeklik kaynakları stratejik faaliyetlere aktararak iyileşme hızlandırılabilir ve resesyon sonrası için avantaj sağlanabilir.

Patzelt vd., (2008), stratejik ittifak arayışındaki girişimci yöneticilerin teknoloji kararlarında finansal gevşekliğin rolünü analiz etmek için iki farklı perspektifte inceleme yapmıştır. Kapasite perspektifine göre finansal gevşeklik, yöneticilere ittifak oluşumları aracılığıyla eksik yeteneklerini kazanma noktasında mevcut yeteneklerini maksimize etme olanağı sağlar. Kaynak bağımlılığı perspektifine göre ise finansal gevşeklik, yöneticilerin dış çevresel kısıtlığa bir tepki olarak ittifak arayışı için bir motivasyon sağlar. Araştırmada toplam 51 yöneticinin yaklaşık 1632 kararı üzerindeki

veri, deneysel bir tasarımla ele alınmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, girişimci yöneticiler tarafından, genellikle birbirlerine ikame olarak gevşekliğin ve ittifakın yüksek takdir yetkisine sahip olarak görüldüğü tespit edilmiştir. Özellikle girişimde bulunmak için yüksek takdir yetkisine sahip finansal gevşekliğin var oluşu, yöneticilerin ittifak oluşturmak suretiyle firma kapasitesindeki algılanan zayıflıkları telafi etme arzularını artırmaktadır. Yüksek takdir yetkisine sahip gevşeklik ile finansal çevre arasındaki etkileşim bulguları, girişimci yöneticiler tarafından, finansal pazarlar, ittifaklar ve içerden kontrol edilen yüksek takdir yetkisine sahip gevşeklik birbirlerinin yerine kullanılan temsilciler olarak görülmektedir.

Mousa (2009), ilk halka arzlarda gevşeklik kaynaklarının firmaların kısa ve uzun vadeli başarısını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Araştırmada, kamuya açık büyük firmalar için örgütsel gevşeklik üzerine birçok çalışma yapılmasına rağmen küçük firmalar için gevşeklik kaynakların değeri üzerine çok az çalışma yapıldığı belirtilmiştir. Bu maksatla araştırmada, ilk halka arz izahnamesinden finansal ve finansal olmayan veriler elde edilmiştir. Finansal, yenilikçi ve yönetsel gevşeklik kaynaklarına sahip firmaların ilk halka arzlarının kalitesine göre potansiyel yatırımcılara bir işaret verdiği iddia edilmiş ve kısmi hiyerarşik regresyon kullanılarak ilişkiler test edilmiştir. Araştırma sonuçlarında, gevşeklik kaynakları ilk halka arz değerini ve hisse prim ödemesini artırdığı yönünde kanıtlar bulunmuştur. Ayrıca, gevşeklik kaynaklarının ilk halka arz sonrasında hayatta kalma olasılığını anlamlı bir şekilde etkileyip etkilemediğini test etmek için Cox Orantısal Risk Modeli (Cox Proportional Hazards model) ile değerlendirme yapılmıştır. Araştırmada, halka arz sonrası hayatta kalma ihtimalinin halka arz öncesi çalışma sermayesi ve Ar-Ge yatırımları gevşekliği ile arttığı belirlenmiştir. Uygulayıcılar için en önemli husus, gevşeklik kaynaklarının belli türleri yeni başlayan firmalar için hayati öneme sahip olduğudur. Ayrıca ilk halka arz sırasında güçlü bir finansal pozisyon, yeterli yönetsel yetenek ve uzmanlık, yüksek değerlemenin başarılabilmesi için hayati öneme sahiptir. Uzun vadede Ar-Ge yatırımları öncü endüstrilerde bile ilk halka arz sonrasında firmalar için hayati öneme sahiptir. Halka ilk defa arz edilen firmalara özgü gevşek kaynakların farklı çeşitlerinin (finansal, yenilikçi ve yönetsel) kalitenin bir işareti olarak algılanabileceği, bu kaynakların kısa ve uzun vadede başarı için önemli olacağı, yatırımcıların gevşek kaynakların davranışını

daha iyi anlamak için bu kaynaklara önemli değer vereceği araştırmanın en önemli bulgularıdır.

Ju ve Zhao (2009), gevşeklik ve performans arasındaki ilişkiye yönelik olarak gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde kapsamlı araştırmaların yapılmasına rağmen, geçiş ekonomileri üzerine yeterince araştırmanın yapılmadığı düşüncesiyle, Çin’de yer alan 12.169 firmanın 1998-2002 yılları arasındaki verilerini incelemiştir. Seçilen firmalar, yıllık gelirleri en az 5 milyon Yuan olan özel sektör, kamu ve yabancı sermayeli kuruluşlardan oluşmaktadır. Veriler, regresyon analizi kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre gevşekliğin firma performansı üzerindeki etkisi, özel sektör kuruluşlarında, kamu kuruluşları ve yabancı sermayeli firmalara nazaran daha güçlü olduğu gözlenmiştir. Endüstriyel rekabet yoğunluğu daha yüksek olduğunda, emilmiş (absorbe edilmiş) gevşekliğin olumsuz etkisi daha da güçlenmektedir. Dahası rekabet yoğunluğunun olumsuz aracı etkisi kamu kuruluşları için zayıf, özel sektör kuruluşları için ise güçlüdür.

Chiu ve Liaw (2009), farklı gevşeklik kaynakları ve farklı yapıdaki kurumsal stratejinin etkilerini inceleyerek, örgütsel gevşeklik ve performans arasındaki ilişkinin önceki görüşlerle tutarlılığını incelemiştir. Gevşeklik değişimlerinden kaynaklanan performans farklılıkları strateji ile de düzenlenebilmektedir. Söz konusu bu amacı gerçekleştirmek amacıyla Tayland’da bulunan 529 ileri teknoloji şirketinin 1997-2005 dönemine ait işletme ve finansal verileri incelenerek test edilmiştir. Sonuçlar, ilişkilerin örgütsel gevşeklik ve stratejiye bağlı olarak farklı olduğunu göstermektedir. Bu duruma ek olarak, bu araştırmanın performans ve gevşeklik arasında U biçiminde ters ilişkinin olduğunu ampirik olarak açıklayan ilk çalışmadır. Belli şartlar altında gevşekliğin daha az ya da daha çok olması performans için daha iyidir. Sonuçlar, farklı strateji ve gevşekliğin farklı türleri için önerilen gevşeklik ve performans ilişkisi hakkında dinamik bir perspektifi desteklemektedir. Ayrıca değişim etkinliklerini gerçekleştirirken, sadece kaynak heterojenliğinin değil aynı zamanda firmanın stratejik yöneliminin de dikkate alınması gerektiğini savunmaktadır. Örgütsel değişim davranışlarını gerçekleştirmek isteyen bir firma için en iyi ilginin, daha yüksek performansa neden olacak gevşeklik kaynakları, stratejik yönelim ve çevre arasındaki sağlamlığı sürdürmek olduğuna inanılmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada, örgütsel

değişim davranışlarının gevşeklik kaynakları ve stratejik heterojenlik tarafından nasıl etkilendiği gösterilmektedir.

Chen (2010), sahiplik yapısının, finansal yapının ve Ar-Ge yatırımlarının ilişkisini incelemiştir. Ar-Ge yatırımlarının nispeten imalat sanayii için daha önemli olduğu düşüncesiyle Kore’de yer alan 999 imalat sanayi şirketinin 1995-2007 dönemine ait verilerini ele alarak incelemiştir. Araştırmada eş zamanlı denklem modelleme tekniği kullanılarak hipotezler test edilmiştir. Bir firmanın yenilikçiliğini anlamak yönetim araştırmaları için kritik öneme sahiptir. Strateji ve finansal ekonomi alanındaki önceki araştırmalar, öncelikle sahiplik ve finansal yapı perspektifinden bir firmada yenilik içerisinde kaynakların nasıl şekillendiğini anlamamıza yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, teorik iddialar ve ampirik kanıtlar sahiplik yapısının ve finansal yapının birbirine bağlı olduğunu ileri sürse de, bu iki yapı farklı belirleyici faktörler olarak ele alındığından mevcut literatür henüz tamamlanmadığı vurgulanmıştır. Dolayısıyla araştırmada, sahiplik ve finansal yapı arasında köprü kurularak firmanın Ar-Ge yatırımlarının belirleyici faktörleri araştırılmıştır. Sahiplik yapısında iç ve dış sahiplik, sahiplik yapısı olarak değerlendirilirken finansal gevşeklik ve kaldıraç oranı ise finansal yapı olarak ele alınmaktadır. Araştırma sonucunda, Ar-Ge yatırımları üzerinde farklı sahiplik türlerinin doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmuştur. Önceki araştırmalardan farklı olarak bu çalışma, Ar-Ge yatırımlarının belirleyicileri olarak değerlendirilen finansal gevşeklik ve kaldıraç oranı gibi finansal faktörlerin, firmanın stratejik kararlarını dolaylı olarak etkileyen sahiplik yapısının aracıları olduğunu göstermiştir. Ayrıca araştırma sonucunda, yönetici konumundaki firma sahipleri (controlling owners), firmanın stratejik kararları üzerinde doğrudan etkiye sahiptir ve Ar-Ge yatırımlarını desteklemektedir. Dahası yönetici konumundaki firma sahipleri, artan Ar-Ge yatırımları ile birlikte kaldıraç oranını düşürme ve finansal gevşekliği artırma eğilimindedirler. Kurumsal yatırımcıların ise, izleme güçlerinin sınırlı olduğu kurumsal yönetim ortamından dolayı Ar-Ge yatırımları üzerinde doğrudan etkileri yoktur. Buna rağmen finansal gevşeklik ve kaldıraç oranı üzerinde bir etkileri vardır. Yönetici konumundaki firma sahipliğinin etkisinin aksine, geleneksel sahipliğin (institutional ownership) finansal gevşeklik ve kaldıraç oranı ile olan ilişkisi negatiftir.

Wefald vd., (2010), gevşeklik ve performans üzerinde endüstrinin rolünü incelemek amacıyla, 1991-1998 yılları arasında ABD’de faaliyet gösteren 359 yerel

firmanın verilerini ele almıştır. Verilerin analizinde çok değişkenli regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçları, gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkinin, işletmenin yer aldığı endüstri türünden (perakende tüketim malları, bilgisayar ve yazılım) etkilendiğini göstermektedir. Mevcut gevşeklik için endüstri türünün firmanın üretkenliğini tahmin etmeye yardımcı olduğu belirlenmiştir. Mevcut gevşeklik ile ROA (Varlıkların Kazanma Gücü) arasında ters eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Mevcut gevşeklik ile ROE (Öz Sermayenin Kazanma Gücü) arasında başlangıçta anlamlı bir ilişki bulunmamışken, sektör değişkeni regresyona eklendiğinde, özellikle özel tüketim malları sektörü için anlamlı bir sonuç elde edilmiştir.

Yuanyuan ve Zhongying (2010), örgütsel gevşekliğin (absorbe edilmiş ve absorbe edilmemiş gevşeklik) Bilgi Teknolojilerinin (Information Technologies-IT) farklı aşamalarında firma performansını nasıl etkilediğini ve değiştirdiğini incelemiştir. Araştırmada Çin’de yer alan 196 imalat sanayi şirketinin 1994-2008 yılları arasındaki finansal verileri ele alınarak analiz edilmiştir. Yenilik Yayılımı (DOI) teorisine göre firmalarda IT yenilikleri dört aşamada gerçekleştiği belirtilmiştir: İlk aşamada firmalar stratejik yenilik ihtiyacını fark etmektedirler. İkinci olarak firmalar sistemin satın alınması, kurulması ve sürdürülmesi gibi IT uygulamalarına destek vermektedir (hazırlık aşaması). Üçüncü olarak, çalışanlar IT’yi kullanmayı öğrenmektedir. Son olarak ise IT yeniliği tüm firma tarafından benimsenmekte ve örgütsel iş süreçlerinin bir parçası olmaktadır. Sonuçlara göre, absorbe edilmemiş gevşeklik ilk aşamada daha yüksektir. Hazırlık aşamasında absorbe edilmiş gevşeklik daha yüksektir. Ayrıca IT yatırımlarının her aşamasında, firma performansı ile absorbe edilemeyen gevşeklik arasında pozitif bir ilişki varken firma performansı ile absorbe edilmiş gevşeklik arasında negatif bir ilişki vardır. Ayrıca araştırmada, absorbe edilmiş gevşekliğin örgütsel yenilik için faydalı olduğu ancak örgütsel performans üzerindeki etkisini kısa sürede göstermesinin zor olduğu belirtilmiştir.

Lee (2011), finansal gevşekliğin firma performansını nasıl etkilediği konusunda iki farklı görüşe sahip olan kaynak temelli davranışsal teori ve vekalet teorisini ele alıp incelemiştir. Bu amaçla araştırmada ABD’de yer alan halka açık 1852 sanayi firmasının 1990-2008 dönemine ait finansal verileri panel veri ile analiz edilmiştir. Ayrıca bu analize ek olarak, firma performansı ve finansal gevşeklik arasındaki nedensellik bağına araştırmak için Granger nedensellik testi de uygulanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre,

hem mevcut gevşeklik hem de potansiyel gevşeklik firma performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Bu sonuç yüksek finansal gevşekliğe sahip firmaların daha iyi bir performans sergiledikleri hipotezini desteklemiştir. Bununla birlikte mevcut gevşekliğin etkisi potansiyel gevşekliğin etkisinden daha güçlü olduğu da gözlemlenmiştir. Gevşeklik kavramlarına bakıldığında bu durumun mantıklı olduğu açıklanmıştır. Çünkü mevcut gevşeklik firmanın vadesi gelen yükümlülüklerini karşılaması için likit kaynaklar olarak hazır durumda beklettiği değerlerken, potansiyel gevşeklik ise hemen oluşturulamayan ancak gelecekte oluşturulacak kaynaklardır. Dolayısıyla mevcut gevşeklik firma performansını potansiyel gevşekliğe göre daha kolay ve aynı zaman diliminde etkilemektedir. Finansal gevşekliğin performans üzerindeki pozitif etkisi büyük firmalardan ziyade küçük firmalarda daha olası olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca ampirik sonuçlar, performans üzerinde finansal gevşekliğin etkisinde yönetsel takdir yetkisinin önemli olduğu hipotezini de desteklemektedir.

Zhong (2011), Çin'in Henan şehrinde yer alan 54 adet malzeme üretim ve işleme firması üzerine bir anket uygulayarak bu firmaların örgütsel gevşekliklerinin firma performansına olan etkilerini incelemiştir. Anket firmaların orta ve üst düzey yöneticilerine yapılmıştır. Araştırma analizinde adım adım seçme regresyon (stepwise regression) modeli kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, malzeme üretim ve işleme firmalarının performansları ile örgütsel gevşeklikleri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca elde edilen bu sonuçlarla, Tan ve Peng (2003)'in elde ettiği sonuçlar arasında bir çelişkinin var olduğu da ifade edilmiştir. Bu çelişkinin nedeni ise şu şekilde açıklanmıştır: Birinci neden, araştırmalarda örgütsel gevşekliğin ölçülmesinde kullanılan yöntemlerin farklı olmasıdır. Diğer neden ise, açılım ve reformlarla birlikte Çin'in hızlı ekonomik gelişimi, firmaların performansını iyileştirmek için örgütsel gevşekliği kullanmada elinden geleni yapmalarına neden olması ve firmaların gelişimi için iyi bir fırsat sunmasıdır. Dolayısıyla araştırma sonuçları, gevşeklik ile performans arasındaki ilişkiyi etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik gelecek araştırmaların önemine de vurgu yapmaktadır.

Lee (2012), ABD ve Birleşik Krallık'ta yer alan firmaların geniş bir panel veri setini kullanarak firma performansı ve finansal gevşeklik arasında ilişkiyi analiz etmiştir. Araştırmanın örneklemini 1852 ABD firması ve 280 Birleşik Krallık firması oluşturmaktadır. Analizde 1990-2008 yıllarını kapsayan toplam 19 yıl ele alınmıştır.

Araştırma sonuçlarına göre, ABD'deki firmaların finansal performansları ile finansal gevşeklikleri arasında negatif bir ilişki bulunmuşken, Birleşik Krallık firmalarının finansal performansları ile finansal gevşeklikleri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç, finansal gevşeklik ile finansal performans arasındaki ilişkinin kurumsal yönetim sistemleri karşısında farklılıklar gösterdiği hipotezini desteklemektedir. Birleşik Krallıktaki firmaların finansal performansları ile finansal gevşeklikleri arasındaki ilişki, örgüt amaçlarını başarmak için yönetsel takdir yetkisinin gerekli olduğu kurumsal yönetim sistemlerinde pozitiftir. ABD'deki firmaların finansal performansları ile finansal gevşeklikleri arasındaki ilişki, vekalet problemlerinin merkezde olduğu kurumsal yönetim sistemlerinde negatiftir. Dolayısıyla finansal performans ile finansal gevşeklik arasındaki ilişki kurumsal yönetim sistemlerine göre farklılıklar göstermektedir. Ayrıca araştırma sonuçlarının önceki yapılan araştırmalardan elde edilen bulgularla tutarlılık göstermediği de ifade edilmiştir. Bu durumun temel nedeni ise önceki araştırmaların dinamik bir regresyon modeli kullanmamaları ve finansal gevşeklik ile finansal performans arasındaki ilişkinin doğal dinamiklerini dikkate almamalarıdır.

Namiki (2016), Japonya'da bulunan küçük ölçekli işletmelerin finansal gevşeklikleri, gevşeklik azaltımı ve performansları arasındaki ilişkiyi değerlendirmek üzere 2008 krizini iki döneme ayırmıştır. 2008 yazından 2009'un ortaları ilk dönem, 2009'un ortalarından 2010'un sonu ikinci dönem olarak ele alınmıştır. Finansal gevşeklik ve finansal gevşeklik azaltımı, toplamda 121 firmaya anket yoluyla sorularak belirlenmiştir. Verilerin analizinde Hiyerarşik Lineer Modelleme (HLM) kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, finansal gevşekliğin krizin ilk şok döneminde bir tampon olarak görev yapmadığı ve krizin ilk aşamasında gevşekliğin azaltılmasına bağlı olarak sonraki aşamada firma performansının iyileştirilmesi noktasında olumlu etkisinin olduğunu belirlenmiştir. Finansal gevşekliğin varlığı krizin ilk aşamasında firma performansı üzerinde önemli derecede olumsuz etkiye sahiptir ve sonraki süreçte firma performansı üzerinde çok az etkiye sahiptir. Aslında kriz sonrası firma performansı ve finansal gevşeklik azaltımı arasındaki ilişki eğriseldir.

Lewis (2013), toplamda 158 yeni ilaç geliştiren 54 firma üzerine yaptığı araştırmada, finansal gevşeklik ile firma yenilikleri arasındaki ilişki üzerine yoğunlaşmıştır. Araştırmaya göre genel olarak, daha büyük firmalar (toplam varlıkları

daha büyük olanlar), daha fazla sermaye harcaması yapma eğilimindedir. Ayrıca teknolojik açıdan birbirlerinden daha farklı ve daha fazla sayıda Ar-Ge projesi sürdürmektedirler. Büyük firmalar, Ar-Ge harcamalarıyla ilgili olarak daha yüksek bir finansal gevşeklik oranına sahiptirler. Araştırma sonuçlarına göre ise firma yenilikleri ile finansal gevşeklik Ar-Ge oranı arasında negatif anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Çok fazla Ar-Ge projesine sahip firmaların finansal gevşeklik Ar-Ge oranı firmanın yenilikleri üzerinde olumlu bir etkiye sahipken, firma performansı üzerinde ise olumsuz bir etkiye sahiptir. Bu bulgular, önceki çalışmalarda yer alan “firma performansı ile firma yenilikleri arasında güçlü bir ilişki vardır” iddiası ile çelişmektedir.

Paeleman vd., (2013), finansal gevşeklik ve insan kaynakları gevşekliği dahil gevşeklik kaynaklarının firmaların ihracat davranışlarını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Bu amaçla, Belçika’da yer alan 3.391 adet imalat firmasının 1997-2009 dönemi içerisindeki ihracat davranışlarını izleyen uzamsal bir veri seti kullanılmıştır. Araştırmada ilk olarak, doğrusal bir olasılık modeli aracılığıyla ihracat kararını öngören ve sonrasında ise iki aşamalı regresyonlarda bu kararı kontrol eden Heckman iki aşamalı yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, finansal gevşeklik ile insan kaynakları gevşekliği ile ihracat kararı arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Araştırmada, ihracat kararı kontrol edildikten sonra, gevşeklik kaynakları ve ihracat yoğunluğu arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Son olarak, ihracat çeşitliliği ile gevşeklik kaynakları arasında ters U şeklinde bir ilişki bulunmuştur. Tüm bu sonuçlar ele alındığında çalışmada, gevşeklik kaynaklarının firmanın ihracat davranışını nasıl ve ne derece etkilediği gibi sorulara basit bir cevabın olmadığı belirtilmiştir.

Alessandri vd., (2014), değişen çevresel şartlar karşısında satın alma davranışı üzerinde satın alma deneyimi ve örgütsel gevşekliğin etkisini incelemiştir. Araştırmada davranışsal teori ve tehdit-sertlik hipotezinden (threat-rigidity hypothesis) yola çıkılarak, son ekonomik kriz döneminde ve öncesinde, satın alma tipleri açısından firma satın alma davranışı araştırılmıştır. Araştırmada 2007-2010 dönemleri arasındaki İtalya’daki 385 satın alma verisi üzerinden yola çıkılarak, ekonomik kriz sırasında ve öncesinde çeşitlendirilmemiş satın almalar, sınır ötesi ve yerel çeşitlendirilmiş satın almaların örgütsel gevşekliği ve satın alma deneyimini nasıl etkilediği üzerinde

hipotezler test edilmiştir. Araştırmada davranışsal teori ve tehdit-sertlik hipotezlerini (threat-rigidity hypothesis) genişletmekte ve çeşitli ekonomik şartlara karşı satın alma davranışının uygulanabilirliğini vurgulamaktadır. Özellikle zorlu ekonomik zamanlarda gevşeklik kaynaklarının ve satın alma deneyiminin dikkat çekici olduğu belirtilmiştir. Araştırma sonuçları, hem satın alma deneyiminin hem de finansal kaynakların mevcudiyetinin satın alma davranışı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde daha büyük gevşekliğe ve satın alma deneyimine sahip olan firmaların, daha küçük gevşekliğe ve satın alma deneyimine sahip olan firmalardan, çeşitlendirilmiş ve/veya sınır ötesi satın almaları, çeşitlendirilmemiş ve yerel satın almalarla karşılaştırıldığında daha olasıdır. Satın alma işlemine katılan yöneticilerin tecrübe ile birlikte, yerel düzeyde çeşitlendirilmemiş satın alma sürecinden ziyade, sınır ötesi ve çeşitlendirilmiş satın almalar gibi daha riskli satın almalar yapma yeteneklerinde bir gelişme olduğu gözlenmiştir. Buna ek olarak finansal kaynakların olması gerekenden daha fazla tutulması da biraz daha riskli satın almaların yapılması noktasında yönetime katkı sağladığı ortaya koyulmuştur.

Marlin (2014), çeşitli sektörlerde yer alan firmaların örgütsel gevşekliklerindeki farklılıkları incelemek ve tanımlamak amacıyla yaptığı araştırmada, ABD’de yer alan 353 adet 6 farklı sektörde bulunan halka açık firmanın 2010 yılına ait verilerini analiz etmiştir. Veriler ANOVA yöntemi ile analiz edilmiş ve çift yönlü karşılaştırmalar yapılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre en önemli bulgu, gevşeklik seviyelerin sektörler arasında farklılık gösterdiği ve hatta aynı sektörde yer alan firmalar arasında bile farklılık gösterdiği. Bazı sektörlerde genel olarak gevşeklik seviyelerinin göreceli olarak daha yüksek olduğu, bazılarında ise daha düşük olduğu gözlenmiştir.

Caracuel vd. (2015), çok uluslu bir şirketin uluslararası kültürel çeşitliliğinin kurumsal sosyal performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiş ve finansal gevşeklik kaynaklarının bu ilişkideki yumuşatıcı etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla ABD’de kimya, enerji ve endüstriyel makine sektörlerinde yer alan 113 çok uluslu şirketin 2005-2010 dönemlerine ait verilerinin yer aldığı bir örneklemle ampirik bir analiz yapılmıştır. Araştırmada ayrıca, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerine yatırım yapılırken firmaların kapasitelerini etkileyen faktörlerden birisi olarak görülen finansal gevşeklik kaynaklarının etkisi de araştırılmıştır. Sonuçlara göre, uluslararası kültürel çeşitlilik firmaların sosyal performansları ile pozitif ilişkilidir ve finansal gevşeklik kaynaklarının

yüksek seviyesi, kurumsal sosyal performanslarını geliştirmek için farklı kültürel profillere sahip piyasalarda faaliyet gösteren çokuluslu şirketlere rehberlik ettiği ortaya çıkarılmıştır. Araştırma, kurumsal sosyal performans ile uluslararası kültürel çeşitlilik arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığının kanıtlanmasıyla literatürdeki mevcut tartışmaya katkı sağlamıştır. Ayrıca kültürel olarak farklı piyasalarda deneyim kazanmanın, firmaların daha iyi kurumsal performans göstermelerine ve kurumsal sosyal sorumluluk politika sürecine daha kolay uyum sağlamalarına neden olmaktadır. Çünkü bu işletmeler ürün tasarımı, pazarlama ve insan kaynakları yönetimi gibi uyum sağlamanın gerekli olduğu alanlarda zaten operasyon yöntemlerini uygulamaktadırlar. Aynı zamanda araştırma, kültürel olarak çeşitli pazarlarda faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerde finansal gevşeklik kaynaklarının varlığı, firmaların kurumsal sosyal performanslarını geliştiren uygulama girişimlerine yoğunlaştıklarını göstermektedir.

Marlin ve Geiger (2015), gevşeklik ve performans arasındaki ilişkinin daha iyi anlaşılmasını ve bu konuda örgütsel literatüre katkı sağlamayı amaçlamıştır. Ayrıca gevşeklik ve performans arasındaki ilişkiyi bir konfigürasyon yaklaşımı ile bu ilişkinin üzerindeki olası etkiler incelenmiştir. Araştırmanın amaçları doğrultusunda 579 imalat firması ve 173 ticaret firmasının 2010 yılı mali verileri analiz edilmiştir. Araştırmada kümeleme analizi ve ANCOVA yapılmıştır. Gevşekliğin farklı yapılarını ve onların performans sonuçları ile ilişkilerini tanımlamak için karşılaştırmalı bir çalışma uygulanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, daha yüksek seviyede gevşekliğe sahip yapıların daha düşük seviyelere göre, daha yüksek performans gösterdiği ve gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Ayrıca elde edilen bu sonuçlar, alternatif gevşeklik yapılarının, benzer düzeyde performansla sonuçlanabileceğini ve bu ilişkide eş sonluluğun varlığı düşüncesini ortaya koymaktadır. Araştırmanın önemli bir katkısı, gevşeklik yapısı önemli olabileceği halde, çeşitli gevşeklik türlerinin firma çıktılarında önemli bir faktör olarak nasıl biriktirildiğidir. Sadece örgüt için gevşeklik türlerinin ve gevşekliğin uygun seviyelerinin belirlenmesi için değil, aynı zamanda bu kaynakların biriktirilmesi için uygun yolların bulunmasına yönelik olarak yönetimsel dikkati üzerine çekmektedir.

Morgheim (2015), gelecekteki kârlılığın spesifik bir ölçümü ile istatistiksel anlamda daha güçlü bir ilişkiye sahip herhangi bir cari likidite ölçümünün olup olmadığını değerlendirilmeyi amaçlamaktadır. Araştırmada, cari likidite seviyesi ile

gelecekteki kârlılık arasındaki istatistiksel ilişkinin gücünü değerlendirmek için, kurumsal cari likidite ölçümlerini gelecekteki karlılık ölçümleriyle karşılaştıran, 2006-2010 yılları arasında dört veri derecesi kullanan üç şirketin istatistiksel analizi kullanılmıştır. Analizde bağımlı ve bağımsız değişkenlerden toplanan birincil verilerle nicel bir korelasyon yöntemi kullanılmıştır. Dört likidite oranı ve dört karlılık oranı üç şirket için 16 dağılım grafiği ile korelasyon katsayısı ve determinasyon katsayısı hesaplanmıştır. Belirlenen 16 korelasyon katsayısının 15'inde zayıf veya hiçbir ilişki bulunamamıştır. Analizde cari likidite yeterlilik oranı ile satışlar/çalışan başına gelir oranı arasında anlamlı bir negatif korelasyon bulunmuştur. Genel olarak, cari likidite ölçümleri ile gelecek karlılık ölçümleri arasında ya bir korelasyon yoktur ya da çok az bir korelasyon bulunmuştur. Dolayısıyla araştırma sonuçlarına göre firmanın cari likiditesindeki bir artışın firmanın gelecek karlılığını ya çok az etkilemekte ya da hiç etkilememektedir.

Parida ve Örtqvist (2015), küçük işletmelerin yenilikçi performansları üzerinde iletişim ağı kapasitesinin (dış ilişkileri kullanma kabiliyeti), bilgi ve iletişim teknolojileri (ICT) kabiliyetinin (işletme amaçları için stratejik olarak ICT'yi kullanma kabiliyeti) ve finansal gevşekliğin (kullanılmayan ve tamamlanmamış finansal kaynaklar) etkisini incelemişlerdir. Araştırmada İsveç'te yer alan 117 adet küçük işletme üzerine yapılan anket ile veriler elde edilmiş ve regresyon analizi yapılmıştır. Araştırma sonucunda araştırmacılar, küçük firmaların iletişim ağı ve bilgi ve iletişim teknolojileri kabiliyetlerini kullanarak yenilikçilik konusunda rekabet edebileceklerini önermektedir. Bununla birlikte çoklu kabiliyetlerin kullanımı küçük işletmeler için kaynak yoğunluğuna neden olabilir. Küçük işletmeler, eşsiz kabiliyetlerini etkili bir şekilde kullanmak için işlenmemiş kaynakları (finansal gevşeklik kaynakları) bir kenara koymayarak, bunlardan yararlanabilirler. Yüksek seviyede iletişim ağı kabiliyeti, bilgi ve iletişim teknolojileri kabiliyeti ile birlikte yüksek seviyede finansal gevşekliğin varlığı, yenilikçi performansın en yüksek seviyesine ulaştırır. Böylece finansal gevşeklik ve çeşitli kabiliyetlerin varlığı, küçük işletmelerin gelecekteki yenilikçi rekabet gücünü güvence altına alabilen yenilikçi performansın sürdürülmesi için temel teşkil etmektedir.

Ashwin vd. (2016), bağımsız yönetici oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kilit ortakların sayısı gibi yönetim kurulu özelliklerinin ve firma tarafından üretilen

gevşeklik kaynaklarının Ar-Ge'yi nasıl etkilediğini incelemiştir. Araştırmada hem vekalet teorisinin hem de kaynak bağımlılığı teorisinin bağımsız yönetici oranının finansal gevşeklik-Ar-Ge yatırımları ilişkisi üzerine olumlu etkisinin olduğunu belirtilmiştir. Ayrıca yönetim kurulu boyutunun ve kilit yönetici sayısının kaynak bağımlılığı teorisinde olumlu bir etkisinin olduğu, vekalet teorisinde ise olumsuz bir etkisinin olduğu ifade edilmiştir. Hipotezler Hindistan'da gelişmekte olan ileri teknoloji ilaç endüstrisinde yer alan 172 firmanın 7 yıllık panel verileriyle test edilmiştir. Kaynak bağımlılığı teorisine göre yönetim kurulunun öncelikli sorumluluğu kaynak sağlama rolü iken, vekalet teorisine göre ise firma yöneticilerinin, hissedarlar çıkarlarına göre değil kendi çıkarlarına hizmet etme davranışlarını izlemesidir. Araştırma sonuçlarına göre, Ar-Ge yatırımları üzerinde finansal gevşeklik ve bağımsız yönetici oranının etkisi pozitifdir. Ar-Ge üzerine finansal gevşekliğin ve yönetim kurulu büyüklüğünün etkisi pozitifdir. Bu sonuç kaynak bağımlılığı teorisinin iddialarını desteklemektedir. Ayrıca vekalet teorisinin iddiasının aksine büyük yönetim kurulları Ar-Ge'de yetersiz yatırımlara neden olan yöneticilerin izlenmesine bir engel teşkil etmemektedir.

Gruener ve Raastad (2016), kriz öncesi finansal gevşeklik ile devam eden ekonomik sıkıntı dönemindeki firma performansı arasında doğrusal ya da eğrisel bir ilişkinin olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, Almanya'da faaliyet gösteren ve yıllık cirosu 50 milyon Euro'yu geçen 322 firmanın finansal verilerini ele almıştır. Finansal kriz öncesi dönem olarak 2004-2007 yılları seçilmişken, 2008-2010 yılları ise kriz sonrası dönem olarak seçilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre (Doğrusal ilişki; gevşeklik ve performans arasındaki doğrusal ilişki) ise, mevcut gevşeklik (cari oran) hariç, emilmiş (absorbe edilmiş) gevşeklik ve potansiyel gevşeklik ile performans arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Emilmiş gevşeklik (Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar) ile performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuşken, potansiyel gevşeklik (Özkaynaklar/Borçlar) ile performans arasında negatif bir ilişki bulunmuştur ki bu durum borç seviyesi ile performans arasında pozitif bir ilişki olduğu iddiası ile tutarlıdır. Dolayısıyla yüksek düzeyde emilmiş gevşekliğe ve borca sahip firmalar ekonomik kriz sırasında rakiplerine göre daha iyi performans göstermiştir. Bununla birlikte (Eğrisel ilişki; gevşeklik ile performans arasındaki eğrisel ilişki), mevcut gevşeklik ile performans arasında yine anlamlı bir eğrisel ilişki bulunamamışken, emilmiş gevşeklik ve potansiyel gevşek ile performans arasında anlamlı bir eğrisel ilişki

bulunmuştur. Emilmiş gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde bir ilişki bulunmuşken (aşırı düzeyde emilmiş gevşeklik de çok az emilmiş gevşeklik performansı olumsuz etkiler), potansiyel gevşeklik ile performans arasında U şeklinde bir ilişki (borçlanmanın çok az olması da çok fazla olması da performansı olumlu etkiler) bulunmuştur.

Su (2016), belediyelerin finansmanında finansal gevşekliğin rolü üzerine kapsamlı bir araştırma yapmıştır. Araştırma belediyelerdeki finansal gevşeklik birikimlerinin etkilerini ve nedenlerini ele almaktadır. Bununla birlikte belediyelerin mali yapısındaki diğer risk faktörlerinin yanı sıra vergi gelirleri oynaklığının belediyenin finansal gevşekliğini artırıp artırmadığını incelemiştir. Araştırmada 2003-2011 yılları arasında, Amerika’da 50 eyaletteki belediyeler ele alınarak bir panel veri seti analiz edilmiştir. Vergi geliri oynaklığı ve diğer risk faktörlerinin belediyelerdeki finansal gevşeklik birikimini artırdığına yönelik bulgular, örgütsel teorisyenlerin daha fazla risk faktörü ile karşı karşıya kalan belediyelerin bu risklerden korunmak için daha fazla finansal gevşekliğe ihtiyaç duyduklarına dair kanıtları ortaya koymaktadır. Ayrıca finansal gevşekliğin belediye harcamalarının dengesi üzerindeki etkisi de incelenmiştir. Araştırmaya göre, harcamalardaki değişimler daima bir şehrin finansal gevşeklik birikimi ile dengelenmektedir. Gelirlerde bir dalgalanma olduğunda belediye harcamalarını finansal gevşeklik istikrarlaştırmaktadır. Finansal gevşek harcamalarının istikrarı, bir şehirde gelir açığı meydana geldiğinde oldukça önemlidir. Bu bulgular, örgütsel teoride yer alan “finansal gevşeklik, belediye finansmanında riskleri ve dalgalanmaları yönetmek için etkili bir araçtır” görüşünü desteklemektedir. Ayrıca belediyelerin nakit akışlarının yönetilmesinde finansal gevşekliğin rolü de incelenmiştir. Belediyelerin nakit akış dalgalanmalarını yönetmek için genellikle iç finansal kaynakları (finansal gevşeklik birikimi) ve dış finansal kaynakları (kısa vadeli borç) kullandıkları belirtilmiştir. Finansal gevşeklik kaynaklarının hem karlılığı hem de belediyelerin kısa dönem borç miktarını azalttığı tespit edilmiştir.

Kim vd. (2017), Kore’de faaliyet gösteren ilaç firmalarının gevşeklik kaynaklarının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada 2010-2015 yılları arasında faaliyet gösteren 53 ilaç firması ele alınmıştır. Verilerin analizinde esnek genelleştirilmiş en küçük kareler (FGLS) regresyon modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre mevcut ve potansiyel gevşeklik ile performans arasındaki ilişki ters U

şeklinde eğrisel iken, yani mevcut ve potansiyel gevşekliğin artması belli bir seviyeye kadar firma performansına olumlu etki sağlarken, belli bir noktadan sonra gevşekliğin artması performansa olumsuz etki etmektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla geri kazanılabilir gevşeklik arttıkça firma performansı düşmektedir.

Mohan (2018), finansal kriz dönemi öncesinde ve sonrasında firmanın finansal gevşekliğinin firma performansını nasıl etkilediğini incelemiştir. Araştırmada 1994 yılında Güney Afrika'da gerçekleşen demokrasiye geçiş krizi ve 2008 finansal krizi ele alınmıştır. Araştırma amaçlarına uygun olarak 1990-1993 kriz öncesi dönem, 1994-1998 kriz sonrası dönem; 2004-2007 kriz öncesi dönem ve 2008-2012 kriz sonrası dönem olarak ele alınmıştır. 1991 yılından başlamak üzere bu krizler karşısında ayakta kalan 53 firma ele alınmıştır. Veriler üzerinde çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Araştırma sonuçları beklenen ve önceki çalışmalarda belirlenen sonuçlardan farklılıkları göstermiştir. Gelişmiş ekonomiler üzerine yapılan araştırmalarda olduğu gibi gevşeklik, sıkıntılı dönemler öncesinde firma performansını önemli ölçüde etkilemek için biriktirilmemiş veya kullanılmamıştır. Ancak Güney Afrika bağlamında, dinamik öğrenme kapasiteleri aracılığıyla gevşekliğin özellikle 2008 finansal krizinde, 23 yıl boyunca ayakta kalan 53 firma için daha önemli bir rol oynadığı belirlenmiştir. Çeşitli gevşeklik tiplerinin birleşimi, sıkıntılı dönemler sonrasında firma performansı üzerinde öngörücü ve pozitif etkiye sahiptir. Bu sonuçlar, gevşeklik kaynaklarının, 23 yıllık dönem boyunca ayakta kalan firmaların uzun vadeli performansını sağlayan rekabetçi bir strateji olarak değerlendirilebileceğini göstermektedir.

Tablo 3.1'de doğrudan gevşeklik türleri ile firma performansına yönelik olarak literatürde yapılmış çalışmalar özetlenmiştir.

Tablo 3.1: Gevşeklik Türleri İle Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Özeti

Yazar	Araştırmanın Örneği	Araştırmada Kullanılan Gevşeklik Türü	Gevşeklik Türü İçin Kullanılan Oran	Gevşeklik Türü İle Performans Arasındaki İlişki
Tan ve Peng, 2003	Çin'deki elektronik endüstrisi üzerine 57 anket ve 1532 arşiv verisi	-Absorbe Edilmiş Gevşeklik -Absorbe Edilmemiş Gevşeklik	-Büyük Bakım Fonu -Stok Fonlar -Ticari Borçlar -Amortisman Fonu -Yedek Fonlar -Borçlanma Kapasitesi -Satış Harcamaları -Dağıtılmamış karlar	Her iki gevşeklik türünün performans ile olan ilişkisi eğriseldir. Yetersiz gevşeklik de aşırı gevşeklik de firma performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir.
George, 2005	1994-1997 dönemi, 900 adet halka açık firma	-Yüksek takdir yetkisi gevşekliliği -Düşük takdir yetkisi gevşekliliği -Geçici Gevşeklik (Kaynak Mevcudiyeti ve Kaynak Talebi)	-Nakit Rezervi -Borç/Özkaynak Oranı -Özkaynaklar+Borçlar-Duran Varlıklar -(Gerekli Nakit Tahmini+Ticari Alacaklar+Stoklar)-Ticari Borçlar	Yüksek takdir yetkisi gevşekliliği ile performans arasındaki doğrusal olmayan ilişki desteklenmemiştir. Düşük takdir yetkisi gevşekliliği arttığında performans önce artmış sonra azalmıştır. Kaynak mevcudiyeti ve performans arasındaki eğrisel ilişki anlamlıdır. Kaynak talebi ve performans arasındaki eğrisel ilişki anlamlıdır.
Latham ve Braun, 2008	2001-2003 dönemi, ABD'deki 450 firma	-Finansal Gevşeklik	-Cari Oran	Ekonomik durgunluk dönemlerinde firma performansı etkileyen faktörlerden birisinin, firmanın sahip olduğu finansal gevşeklik seviyesinin olduğu belirlenmiştir.
Ju ve Zhao, 2009	1998-2002 dönemi, Çin'deki 12.169 firma	-Absorbe edilmiş gevşeklik -Absorbe edilmemiş gevşeklik	-Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Toplam Satışlar -Asit Test Oranı	Absorbe edilmiş gevşeklik ile firma performansı arasında negatif bir ilişki, absorbe edilmemiş gevşeklik ile performans arasında ise pozitif bir etki bulunmakla birlikte bu etki sürekli fayda sağlamamaktadır.

Tablo 3.1'in devamı.

Yazar	Araştırmanın Örneği	Araştırmada Kullanılan Gevşeklik Türü	Gevşeklik Türü İçin Kullanılan Oran	Gevşeklik Türü İle Performans Arasındaki İlişki
Chiu ve Liaw, 2009	1997-2005 dönemi, Tayvan'daki 529 ileri teknoloji şirketi	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran -Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Toplam Satışlar -Özkaynaklar/Toplam Borçlar	Örgütsel gevşeklik ile performans arasında doğrusal olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Performansı artırmak için gevşekliğin dengelenmesi ve optimize edilmesi gerekmektedir. Mevcut ve potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Literatürün aksine Geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur.
Wefald, Katz, Downey ve Rust, 2010	1991-1998 dönemi, ABD'deki 359 firma	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik	-Brüt kar-Net Kar/Toplam Satışlar -Genel ve Yönetim Harcamaları/Toplam Satışlar	Mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel ilişki vardır. Gevşeklik ve firma performansı arasındaki eğrisel ilişkinin, firmanın bağlı bulunduğu sektörden etkilendiği belirlenmiştir.
Breadley, Shepherd ve Wiklund, 2011	1994-2002 dönemi, İsveç'teki 951 firma	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Nakit rezervi -Ticari Alacalar+Stoklar -Özkaynaklar/Toplam Borçlar	Düşmanca ve istikralı bir çevrede, yeni firmalar için finansal gevşeklik ve performans arasındaki ilişkinin daha pozitif olduğu gözlenmiştir.
Lee, 2011	1990-2008 dönemi, ABD'deki 1852 firma	-Mevcut gevşeklik -Potansiyel gevşeklik	-Cari Oran -Borçlar/Özkaynaklar Oranı	Mevcut ve potansiyel gevşeklik ile firma performansı arasında pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuştur.
Lee, 2012	1990-2018 dönemi, ABD'den 1852 firma ve Birleşik Krallık'tan 280 firma	-Mevcut Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran -Borçlar/Özkaynaklar	ABD'deki firmaların Finansal Gevşeklikleri ile firma performansları arasında negatif doğrusal ilişki, Birleşik Krallık'ta ise pozitif doğrusal ilişki bulunmuştur.

Tablo 3.1'in devamı.

Yazar	Araştırmanın Örneği	Araştırmada Kullanılan Gevşeklik Türü	Gevşeklik Türü İçin Kullanılan Oran	Gevşeklik Türü İle Performans Arasındaki İlişki
Marlin, 2014	2010 yılı için ABD'deki farklı sektörlerde bulunan 353 firma	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran, -Asit Test Oranı((Dönen Varlıklar-Stoklar)/KVYK), -Çalışma sermayesi ((Dönen Varlıklar-KVYK)/Satışlar) -Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar -Ar-Ge Harcamaları/Satışlar -Borçlar/Özkaynaklar -Borçlar/Satışlar -Borçlar/Varlıklar	Araştırmada finansal gevşekliğin seviyesi üzerinde, bağlı bulunulan sektörün önemli bir röle sahip olduğu belirlenmiştir.
Namiki, 2016	2008-2010 dönemi, Japonya'daki 121 küçük ölçekli işletme,	Anket çalışması		Finansal gevşekliğin mevcudiyeti durgunluğun ilk döneminde performansa olan etkisi negatiftir. Durgunluğun sonraki aşamasında ise performansa küçük bir etkisi vardır.
Gruener ve Raastad, 2016	2004-2010 dönemi, Almanya'daki 322 firma	-Mevcut Gevşeklik -Absorbe Edilmiş Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran -Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar - Özkaynaklar/Borçlar	Yüksek düzeyde absorbe edilmiş gevşekliğe ve borca sahip firmalar ekonomik kriz sırasında rakiplerine göre daha iyi performans göstermiştir. Mevcut gevşeklik ile performans arasında eğrisel bir ilişki yoktur. Absorbe edilmiş gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel, potansiyel gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur.

Tablo 3.1'in devamı.

Yazar	Araştırmanın Örneği	Araştırmada Kullanılan Gevşeklik Türü	Gevşeklik Türü İçin Kullanılan Oran	Gevşeklik Türü İle Performans Arasındaki İlişki
Kim vd., 2017	2010-2015 dönemi Kore'deki 53 ilaç firması	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran -Ar-Ge Yatırımları Oranı -Borçlar/Özkaynaklar	Mevcut ve Potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında ise negatif doğrusal ilişki bulunmuştur.
Mohan, Ronnel Yankanna, 2018	1990-2012 dönemi, Güney Afrika'daki 304 firma	-Absorbe edilmemiş gevşeklik -Absorbe edilmiş gevşeklik -Potansiyel gevşeklik	-(Dönen Varlıklar-KVYK)/Toplam Varlıklar -Cari Oran -Ticari Alacaklar/Satışlar - Borçlar/Özkaynaklar	Gevşeklik türlerinin firma performansı üzerindeki etkisi pozitifdir.
Hailu vd. 2018	2006-2015 dönemi, 13 Afrika Ülkesi, 457 firma	-Mevcut Gevşeklik -Geri Kazanılabılır Gevşeklik -Potansiyel Gevşeklik	-Cari Oran -(Dönen Var.-KVYK)/Satışlar - Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar - Borçlar/Özkaynaklar - Borçlar/Satışlar - Borçlar/Varlıklar	Mevcut gevşeklik ile performans (ROA) arasında pozitif doğrusal ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında pozitif doğrusal ilişki vardır. Potansiyel gevşeklik ile performans (ROA) arasında pozitif doğrusal güçlü bir ilişki vardır. Yani borç azaldıkça performans artmıştır.

BÖLÜM 4

BİST SİNAİ ENDEKSİNDE YER ALAN FİRMALARIN PANEL VERİ İLE ANALİZİ

Araştırmanın bu bölümünde firmaların finansal gevşeklik türleri ile performansları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla BİST Sınai Endeksinde yer alan işletmeler üzerine bir uygulama yapılmıştır.

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Küreselleşmeyle birlikte ortaya çıkan yoğun rekabet ortamında, işletmeler açısından ayakta kalabilme olgusu giderek daha da önemli hale gelmiştir. Bunu sağlamanın en önemli yollarından birisi ise kuşkusuz firmaların ihtiyaç duydukları nakit ve nakit benzeri varlıklarının yönetimi ve gelecekte nakit yaratma kabiliyetidir. İşletme faaliyetlerinin başlangıcından sonuna kadar tüm süreçlerde kullanılan en önemli araç nakit olduğundan, ihtiyaç duyulan nakdin gerektiği anda varolması veya kısa sürede elde edilmesi firmanın sürdürülebilmesi noktasında hayati öneme sahiptir. İşletmelerin dinamik yapıları nedeniyle ihtiyaç duyulan nakit düzeyinin üzerinde nakit tutulması bazen hayati öneme sahiptir. Finansal gevşeklik olarak tanımlanan bu durum, özellikle beklenilmeyen olaylara karşı firmanın ani cevap verme kabiliyetini geliştirmektedir. Elbette nakit açığının bir maliyeti olduğu gibi, aşırı nakit bulundurma da bir maliyeti söz konusudur. Dolayısıyla firmalar açısından ne eksik nakit, ne de gerekli olan seviyenin üzerindeki nakit firmaya katkı sağlamaktadır. Her firmanın kendi dinamikleri doğrultusunda optimum nakit seviyesini belirleyerek faaliyetlerini sürdürmesi gerekmektedir.

Yapılan literatür incelemesinde finansal gevşeklik kavramının araştırmacılar tarafından yoğun bir şekilde tartışıldığı ve özellikle son dönemlerde finansal gevşekliğin kriz dönemlerindeki etkisi üzerine yoğunlaştığı anlaşılmaktadır. Çalışmalarda finansal kriz dönemlerinde, finansal gevşekliğin firma performansı üzerinde bir etkisinin olduğu, ancak bu etkinin pozitif mi negatif mi, yoksa finansal gevşeklik ile performans arasında eğrisel bir ilişkinin mi olduğu, yönünde genel bir kanaatin oluşmadığı belirlenmiştir. Dolayısıyla bu çalışmanın temel amacı, BİST Sınai Endeksinde yer alan firmaların 2008

krizi süresince finansal gevşekliklerinin performanslarına olan etkisini araştırmaktır. Bu anlamda çalışma dönemi üç bölüme ayrılmış; 2005-2007 yılları arası kriz öncesi dönem, 2008-2009 yılları kriz dönemi, 2010-2014 yılları arası ise kriz sonrası dönem olarak ele alınmıştır. Her üç dönem ve tüm dönem için firmaların gevşeklikleri ile performansları arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiştir.

Ayrıca yapılan incelemede finansal gevşeklik kavramının Türk finans literatüründe kullanılmadığı belirlenmiş olup bu çalışma ile birlikte Türk finans literatürüne finansal gevşeklik kavramının kazandırılması hedeflenmektedir. Bununla birlikte finansal gevşeklik kavramının önemi ve özellikle finansal kriz dönemlerinde işletme performansı üzerindeki etkisi değerlendirilerek işletme yöneticilerine finansal gevşeklik hakkında tavsiyelerde bulunulacaktır.

4.2. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Finansal gevşeklik türlerinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmak amacı ile belirlenen modellerin analizinde panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Verilerin analizi için Stata 14.0, Eviews 10 ve Gauss 10 ekonometrik analiz paket programları kullanılmıştır.

4.2.1. Panel Veri Analizi

Panel veri, firmalar, ülkeler, bireyler, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin, belli bir dönemde bir araya getirilmesi ile oluşan veri seti olarak tanımlanmaktadır. N sayıda birim ve her birime karşılık gelen T sayıdaki zamandan oluşmaktadır. Yatay kesit veri, birden fazla birim karşılığında tek bir dönem hakkında bilgi verirken, zaman serisi verisi ise bir birim karşılığında birden fazla zamanın bilgisini vermektedir. Panel veri ise hem birden fazla birim hem de birden fazla zamana göre bilgilerin elde edilmesinin istenmesi durumunda kullanılmaktadır. Panel verilerin kullanılmasıyla oluşturulan panel veri modelleri aracılığıyla değişkenler arasındaki ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” denilmektedir. Panel veri analizinde genellikle, yatay kesit birim sayısının (N) zaman serisinden (T) daha fazla olduğu durumlarla karşılaşmaktadır. Genel olarak bir panel veri modeli (Tatoğlu, 2018: 2-4);

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N ; t = 1, \dots, T \quad (4.1)$$

şeklinde yazılabilmektedir. Denklemdaki Y : bağımlı değişken, α sabit parametre, X : bağımsız değişken, β : eğim parametreleri, u ise hata terimi, i alt indisi birimleri (ülke, firma, birey vb.), t alt indisi ise zamanı (gün, ay, yıl gibi) ifade etmektedir (Tatoğlu, 2018: 2-4).

Yatay kesit veri ile zaman serilerinin uyarlanmalasından panel veri regresyon analizi tahmini sırasında, Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli olmak üzere üç model kullanılmaktadır (Çemrek ve Burhan, 2014: 50).

Klasik modele göre, eğim ve sabit parametrelerinin zamana ve birimlere göre değişmeyerek sabit kaldığı, yani bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır (Tatoğlu, 2018: 40). Sabit etkiler modeline göre, eğim ve sabit parametrelerinin birimlere veya zaman ile birimlere göre değiştiği varsayılmaktadır. Sabit etkiler modeli, birimler arasındaki farklılıkların, sabit terimde meydana gelen farklılıklarda yakalanabileceği üzerinde kurulmuştur. Bu nedenle sabit etkiler modelinde, yalnızca sabit terim kesit bazında değişmekte olup, zamana göre değişmemektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 38). Sabit etkiler modeli, birimler arası farklılıkların sabit olduğu ve sabit terimdeki farklılıklarla yakalanabileceği üzerine kurulmaktadır. Ancak bazen örnekteki birimler tesadüfi olarak seçilmektedir. Bu durumda birimler arası farklılıklar da tesadüfi olmaktadır. Bu şekildeki birim farklılıklarına “*tesadüfi farklılıklar*” denilmektedir. Dolayısıyla tesadüfi etkilerin örnekleme sürecinin bir sonucu olduğu ifade edilebilmektedir (Tatoğlu, 2018: 102).

Bir panel veri analizinde tüm gözlemlerin birim ve/veya zaman etkilerinin olmadığı yani gözlemlerin homojen olduğu değerlendirilmişse, klasik model, birim ve/veya zaman etkilerinin olduğu değerlendirilmişse de sabit ya da tesadüfi etkiler modellerinin kullanılması daha doğru olacaktır. Panel veri analizinde klasik modelin geçerli olup olmadığını başka bir ifadeyle birim ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığını belirlemek için bazı testler kullanılmaktadır. Bunlar; F testi (verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediği test edilmekte; birimlere göre farklılık varsa klasik model kullanılamaz), Olabilirlik Oranı testi (klasik modeli tesadüfi etkiler modeline test etmek için kullanılmaktadır), Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı Ve Düzeltilmiş Lagrange Çarpanı testleri (havuzlanmış en küçük kareler modelini tesadüfi etkiler modeline karşı uygun olup olmadığını sınamak üzere geliştirilmiştir), Score testi

(klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmek üzere Olabilirlik Oranı testinden türetilmiştir), Wooldridge testi (birim etkilerin varolup olmadığını sınamak amacıyla tesadüfi etkiler modeli üzerinden geliştirilmiş bir testtir)’dir (Tatoğlu, 2018: 168-182).

Panel veri analizinde klasik modelin geçerli olmadığına karar verildikten sonra, sabit etkiler modelinin mi yoksa tesadüfi etkiler modelinin mi kullanılacağı noktasında analist tarafından önsel olarak karar verilebileceği gibi bazı testler kullanılarak da hangi modelin seçileceği belirlenebilir. Sabit ya da tesadüfi etkiler modelinin seçimi noktasın en çok kullanılan yöntem ise Hausman testidir (Şendur, 2019: 73-74)

Birim (zaman) etkilerinin bağımsız değişkenlerle korelasyona sahip olup olmaması, sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasındaki en önemli farklardan birisidir. Eğer birim (zaman) etkilerinin bağımsız değişkenlerle arasında korelasyon varsa sabit etkiler, korelasyon yoksa tesadüfi etkiler modeli geçerlidir. Hausman testinin temel hipotezi; “bağımsız değişkenler ile birim (zaman) etki arasında korelasyon yoktur” şeklinde iken, alternatif hipotez ise “bağımsız değişkenler ile birim (zaman) etki korelasyonludur” şeklindedir (Tatoğlu, 2018: 185). Hausman test sonuçlarına göre temel hipotez reddedilirse sabit etkiler modeli, temel hipotezin reddedilmemesi durumunda ise tesadüfi etkiler modeli geçerli olmaktadır.

Panel veri analizinde bir modelin güvenilir ve kullanılabilir bir model olması için bazı tanı testlerinin yapılması gerekmektedir. Bu testler; değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon ve birimler arası korelasyondur. Bu varsayımlar standart hataların, t ve F istatistiklerinin, varyansların R^2 değerinin geçerliliğini etkilemektedir (Dücan ve Akal, 2017: 74).

Panel veri modellerinde hata teriminin birim içerisinde ve birimlere göre sabit varyanslı (homoskedastik) olduğu varsayılmaktadır (Tatoğlu, 2018: 209). Değişen varyans (heteroskedasite) ise, klasik ve en küçük kareler yönteminin temel varsayımlarından olan “hata teriminin tüm gözlemler için sabit varyanslı olduğu varsayımdan sapmaya denilmektedir. Değişen varyans varsayımının sağlanamaması durumunda parametre tahmincileri sistematik hatasızdır. Ancak etkin değildir. Parametre tahmincilerinin etkin olmaması ise varyanslarının büyük ya da küçük tahmin edilmelerine sebebiyet verir. Varyansların yanlış tahmin edilmesi ise yapılacak aralık

tahminlerinin, t ve F testlerinin de yanlış olmasına neden olur (Sümer, 2006: 18-19). Klasik modelde değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan/Cook-Weiesberg testi ve White testi ile belirlenirken, Sabit Etkiler Modelinde Değiştirilmiş Wald testi ile Tesadüfi Etkiler Modelinde ise Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Levene, Brown ve Forsythe testi ile belirlenmektedir (Tatoğlu, 2018: 211-235).

Panel veri analizlerinde modelin güvenilirliğini etkileyen bir diğer varsayım ise otokorelasyondur. Otokorelasyon, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında bir ilişki bulunması durumuna denmektedir. Bu durum doğrusal regresyon modelinin önemli bir varsayımından sapması durumudur. Hata terimleri arasında bir otokorelasyonun olması durumunda, parametrelerin tahmin değerleri ve standart hataları bu durumdan etkilenmektedir. Bir panel veri modelinde otokorelasyonun olması durumunda; parametre tahminleri sapmasız olmakla birlikte etkin değildir, hata teriminin varyansı olduğundan küçük tahmin edilmekte, en küçük kareler tahminlerine göre öngörüler etkin değildir. Panel veri modellerinde otokorelasyonu nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Tarı, 2018: 191-195):

- ✓ Modele bazı bağımsız değişkenlerin alınmaması,
- ✓ Modelin matematiksel kalıbının yanlış seçilmesi,
- ✓ Bağımlı değişkende ölçme hatası olması,
- ✓ Veri işleme hataları,
- ✓ Hata teriminin yanlış belirlenmesi.

4.2.1.1. Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) Modeli

Parks (1967), ilk olarak panel veri modellerinde değişen varyansla birlikte dönemsel ve uzamsal korelasyon da dikkate almıştır. Sonrasında Kmenta (1986) ise Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) modeli temelli bir algoritma geliştirmiştir. Bu modele göre, öncelikle analiz edilecek model en küçük kareler yöntemine göre tahmin edilmekte, sonrasında ortaya çıkan kalıntılar değişen varyansı ve otokorelasyonu hesaplamak için kullanılarak yeniden genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemine göre tahmin edilmektedir. Bu işlemlere β 'lar sabit bir sayıya yaklaşıncaya kadar

devam edilmektedir. Bu model, tesadüfi etkiler modeli tahmincisi olarak da bilinmektedir. Tesadüfi etkiler modelinin genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilmesi için varyans kovaryans matrisinin bilinmesi gerekmektedir. Ancak çoğu zaman bilinmemekte fakat tahmin edilebilmektedir. Hata terimlerine ait varyans ve kovaryans matrisinin tahmin edilebileceği varsayımı altında en uygun model esnek genelleştirilmiş en küçük kareler model. Bu yöntemle bağımsız değişkenlerin birleşik hata terimi ile korelasyonsuz olduğu $E(v_{it} | X_i) = 0$ varsayımı altında tutarlı tahminler elde edilmektedir (Tatoğlu, 2018: 116-117, 263).

FGLS modeli değişen varyans ve otokorelasyonun varlığında, Sıradan En küçük Kareler (Ordinary Least Squares (OLS)) tahmin yöntemine göre daha güvenilir bir tahmin sunmaktadır (Wooldridge, 2002; Akt. Kim vd., 2017: 397; Karacay, 2017: 230). Bununla birlikte, panelde kullanılan yatay kesitin (N) zaman serisinden (T) daha büyük olduğu durumlarda, sabit ve tesadüfi etkiler modeline göre daha etkin ve uygun tahminler sunmaktadır (Karacay, 2017: 230).

Araştırmanın analizinde, panel verilerde her bir regresyon modeli için değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle FGLS modeli tercih edilmiştir. Ayrıca gevşeklikle ilgili yapılan araştırmalarda genellikle FGLS modeli (Tan & Peng, 2003; George, 2005; Bradley vd., 2011; Lee, 2011; Lee, 2012; Karacay, 2017; Kim vd. 2017) kullanılmaktadır.

4.3. ARAŞTIRMA DÖNEMİ VE KULLANILAN VERİ SETİ

Araştırma dönemi olarak kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem olmak üzere üç dönem ele alınmıştır. Kriz döneminin belirlenmesinde ise mevcut literatür incelenmiştir. Filardo vd. (2010), 2008 küresel finansal krizinin dünyada en yoğun olarak yaşandığı dönemi 2007 yılının 3. çeyreği ile 2009 yılının 1. çeyreği olarak belirlemiştir. Konak ve Kendirli (2014) küresel finansal krizi; kriz öncesi dönem olarak 2005-2007, kriz dönemi olarak 2008-2009 ve kriz sonrası dönem olarak ise 2010-2012 yıllarını belirlemiştir. Bir diğer araştırmada, kriz öncesi dönem 2005-2007 yılları belirlenmiş, kriz dönemi olarak ise 2008-2009 yılları seçilmiştir (Hawas, 2014: 73-74). Gruener ve Raastad (2016), araştırma dönemini; kriz öncesi dönem olarak 2004-2007 yıllarını, kriz sonrası dönem olarak ise 2008-2010 yıllarını ele almıştır. Karacay (2017) krizi; kriz öncesi dönem olarak 2004-2006, kriz dönemi olarak 2007-2009 ve kriz

sonrası dönem olarak ise 2010-2013 yıllarını belirlemiştir. Kendirli ve Irmak (2018), araştırmalarında, kriz öncesi dönem olarak 2005-2007, kriz dönemi olarak 2008-2011 ve kriz sonrası dönem olarak da 2012-2014 yıllarını ele almıştır.

2008 krizinin Türkiye'ye olan etkisi incelendiğinde, mali verilerde özellikle 2008 ve 2009 yıllarında ciddi bir daralmanın, 2010 yılında ise belirgin bir şekilde toparlanmanın yaşandığı göze çarpmaktadır. Bu nedenle araştırma dönemi olarak 2005-2007 yılları kriz öncesi dönem, 2008-2009 yılları arası kriz dönemi ve 2010-2014 yılları arası ise kriz sonrası dönem olarak ele alınmıştır.

Araştırmada BİST Sınai Endeksinde yer alan, 2005-2014 dönemi içerisinde kesintisiz işlem gören 110 firmanın üçer aylık finansal tablolarından elde edilen mali veriler kullanılmıştır. Söz konusu veri, BİST Sınai Endeksinde yer alan 110 firmanın çeyrek dönemlik mali verilerinde oluşan ve on yılı kapsayan dönemde toplam 4.400 gözlemden oluşan bir panel veri setidir. Firmalara ilişkin mali veriler Finnet 2000 ve Datastream programlarından elde edilmiş olup, ilgili değişkenler dahilinde veriler düzenlenerek analize uygun hale getirilmiştir. Verilerin analizi için Stata 14.0, Eviews 10 ve Gauss 10 ekonometrik analiz paket programları kullanılmıştır.

Daniel vd. (2004), firma performansı ile gevşeklik kaynakları arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla yaptıkları bir meta analiz çalışmasında 1990-2000 yılları arasında yapılan 66 araştırmayı incelemiştir. Araştırmada, mevcut gevşekliğin ölçülmesinde daha çok Cari Oranın (Current Ratio), geri kazanılabilir gevşekliğin ölçülmesinde Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar (Sales, General and Administrative Expenses (SGA)/Sales) oranının, potansiyel gevşekliğin ölçülmesinde ise daha çok Toplam Borç/Özkaynak (Debt/Equity) oranının kullanıldığı göze çarpmaktadır. Ayrıca yine literatür incelemesinde 2000 yılından sonraki dönemlerde yapılan araştırmalarda da yine bu oranların daha çok kullanıldığı belirlendiğinden, araştırmanın analizinde bu oranların kullanılmasına karar verilmiştir.

Firma performans oranları olarak ise Net Kar Marjı, Brüt Kar Marjı Oranı, Varlıkların Kazanma Gücü Oranı, Öz Kaynakların Kazanma Gücü Oranı ve Tobin Q belirlenmiştir.

Tablo 4.1: Değişkenler ve Değişkenlerin Açıklamaları

Değişkenler	Değişkenlerin Kısaltması	Değişkenlerin Açıklaması
Finansal Gevşeklik Oranları (Bağımsız Değişkenler)		
1. Mevcut Gevşeklik		
1.1. Cari Oran	CO	Dönen Varlıklar/KVYK
2. Geri Kazanılabılır Gevşeklik		
2.1. Satış, Genel ve Yönetim Harcamalarının Satışlara Oranı	SGA	Satış, Genel ve Yönetim Harcamaları/Satışlar
3. Potansiyel Gevşeklik		
3.1. Toplam Borçların Öz Kaynaklara Oranı	BO	Toplam Borçlar/Öz Kaynaklar
Firma Performans Oranları (Bağımlı Değişkenler)		
1. Net Kar Marjı	NKM	Net Kar/Net Satışlar
2. Brüt Kar Marjı	BKM	(Net Satışlar-Satışların Maliyeti)/Net Satışlar
3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Oranı	ROA	Net Kar/Toplam Varlıklar
4. Öz Kaynakların Kazanma Gücü (ROE) Oranı	ROE	Net Kar/Öz Kaynaklar
5. Tobin Q Oranı	TOBİN Q	(Toplam Borçlar+Özsermaye Piyasa Değ.)/Toplam Varlıklar

4.4. ARAŞTIRMANIN MODELLERİ

Araştırma dönemi olarak üç dönem (kriz öncesi, kriz dönemi, kriz sonrası dönem) tanımlanmış ve bu üç dönem ile tüm dönem için ayrı ayrı modeller geliştirilmiştir. Ayrıca kriz öncesi gevşeklik türlerinin kriz dönemindeki performans üzerindeki etkisini belirlemek üzere de modeller geliştirilmiştir.

Denklemdaki Y: bağımlı değişken, α sabit parametre, X: bağımsız değişken, β : eğim parametreleri, u ise hata terimi, i alt indisi birimleri (ülke, firma, birey vb.), t alt indisi ise zamanı (gün, ay, yıl gibi) ifade etmektedir

✓ Kriz Öncesi Dönem İçin Modeller

$$\text{Model 1: } NKM_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \epsilon_i$$

α : Sabit Parametre

β : Eğim Parametreleri

ε_i : Hata Terimi

i: Birim (Firma)

t: Zaman

$$\textbf{Model 2: } NKM_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 3: } BKM_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 4: } BKM_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 5: } ROA_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 6: } ROA_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 7: } ROE_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 8: } ROE_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 9: } TOBİN Q_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 10: } TOBİN Q_{k\ddot{o}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

✓ Kriz Dönemi İçin Modeller

$$\textbf{Model 11: } NKM_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 12: } NKM_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 13: } BKM_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 14: } BKM_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 15: } ROA_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 16: } ROA_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 17: } ROE_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 18: } ROE_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 19: } TOBİN Q_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 20: } TOBİN Q_k = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

✓ Kriz Sonrası Dönem İçin Modeller

$$\textbf{Model 21: } NKM_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 22: } NKM_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 23: } BKM_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 24: } BKM_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 25: } ROA_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 26: } ROA_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 27: } ROE_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 28: } ROE_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 29: } TOBİN Q_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 30: } TOBİN Q_{ks} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \beta_4 CO_{i,t}^2 + \beta_5 SGA_{i,t}^2 + \beta_6 PO_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

✓ Tüm Dönem İçin Modeller

$$\text{Model 31: } NKM_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 32: } NKM_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 MG_{i,t} + \beta_2 GKG_{i,t} + \beta_3 PG_{i,t} + \beta_4 MG_{i,t}^2 + \beta_5 GKG_{i,t}^2 + \beta_6 PG_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 33: } BKM_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 34: } BKM_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 MG_{i,t} + \beta_2 GKG_{i,t} + \beta_3 PG_{i,t} + \beta_4 MG_{i,t}^2 + \beta_5 GKG_{i,t}^2 + \beta_6 PG_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 35: } ROA_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 36: } ROA_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 MG_{i,t} + \beta_2 GKG_{i,t} + \beta_3 PG_{i,t} + \beta_4 MG_{i,t}^2 + \beta_5 GKG_{i,t}^2 + \beta_6 PG_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 37: } ROE_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 38: } ROE_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 MG_{i,t} + \beta_2 GKG_{i,t} + \beta_3 PG_{i,t} + \beta_4 MG_{i,t}^2 + \beta_5 GKG_{i,t}^2 + \beta_6 PG_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 39: } TOBİN Q_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{i,t} + \beta_2 SGA_{i,t} + \beta_3 PO_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 40: } TOBİN Q_t = \alpha + \beta_0 + \beta_1 MG_{i,t} + \beta_2 GKG_{i,t} + \beta_3 PG_{i,t} + \beta_4 MG_{i,t}^2 + \beta_5 GKG_{i,t}^2 + \beta_6 PG_{i,t}^2 + \varepsilon_i$$

✓ Kriz Öncesi Gevşeklik ile Kriz Dönemi Performans İlişkisi İçin Modeller

$$\text{Model 41: } NKM_{kriz\ dönemi} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{kriz\ öncesi} + \beta_2 SGA_{kriz\ öncesi} + \beta_3 PO_{kriz\ öncesi} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 42: } NKM_{kriz\ dönemi} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{kriz\ öncesi} + \beta_2 SGA_{kriz\ öncesi} + \beta_3 PO_{kriz\ öncesi} + \beta_4 CO_{kriz\ öncesi}^2 + \beta_5 SGA_{kriz\ öncesi}^2 + \beta_6 PO_{kriz\ öncesi}^2 + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 43: } BKM_{kriz\ dönemi} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{kriz\ öncesi} + \beta_2 SGA_{kriz\ öncesi} + \beta_3 PO_{kriz\ öncesi} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 44: } BKM_{kriz\ dönemi} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{kriz\ öncesi} + \beta_2 SGA_{kriz\ öncesi} + \beta_3 PO_{kriz\ öncesi} + \beta_4 CO_{kriz\ öncesi}^2 + \beta_5 SGA_{kriz\ öncesi}^2 + \beta_6 PO_{kriz\ öncesi}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 45: } ROA_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 46: } ROA_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_4 CO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_5 SGA_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_6 PO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 47: } ROE_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 48: } ROE_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_4 CO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_5 SGA_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_6 PO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 49: } TOBİN\ Q_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \varepsilon_i$$

$$\textbf{Model 50: } TOBİN\ Q_{\text{kriz dönemi}} = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_2 SGA_{\text{kriz öncesi}} + \beta_3 PO_{\text{kriz öncesi}} + \beta_4 CO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_5 SGA_{\text{kriz öncesi}}^2 + \beta_6 PO_{\text{kriz öncesi}}^2 + \varepsilon_i$$

4.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ

Araştırmanın bu kısmında, amaçlara uygun olarak hipotezler belirlenmiştir. Araştırmada bağımsız değişkenlerin (gevşeklik türleri) bağımlı değişkenler (performans değişkenleri) ile olan ilişkilerini ortaya koymak üzere temelde üç ilişkinin (pozitif, negatif ve eğrisel ilişki) varlığı test edilmektedir.

Ana Hipotez:

H_0 : *Gevşeklik türleri ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.*

H_1 : *Gevşeklik türleri ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki vardır.*

H_0 ve H_1 hipotezleri gevşeklik türleri (mevcut, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik) ve performans değişkenleri (Net Kar Marjı, Brüt Kar Marjı, ROA, ROE ve Tobin Q) tüm dönemler (kriz öncesi dönem, kriz dönemi, kriz sonrası dönem, tüm dönem ve kriz öncesi gevşeklik ile kriz dönemi performans) için ayrı ayrı test edilmiştir.

4.6. BULGULAR

Araştırmanın analizine geçmeden önce değişkenlere ait korelasyon matrisi ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Değişkenlere ait korelasyon matrisi Tablo 4.2’de verilmiştir.

Tablo 4.2: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

	CO	SGA	BO	NKM	BKM	ROA	ROE	TOBİN Q
CO	1,0000							
SGA	-0,0043	1,0000						
BO	-0,0049	-0,0610	1,0000					
NKM	0,0027	-0,4666	-0,0104	1,0000				
BKM	-0,0066	0,3313	-0,0425	0,3077	1,0000			
ROA	0,0023	-0,1950	-0,0198	0,5030	0,3972	1,0000		
ROE	-0,0003	0,0336	-0,7581	0,0422	0,0529	0,0799	1,0000	
TOBİN Q	0,0013	0,0086	-0,0154	0,0502	0,0725	0,1494	0,0136	1,0000

Tablo 4.2’ye göre, cari oran (CO) değişkeni ile SGA, BO, BKM ve ROE arasında negatif düşük korelasyon varken, NKM, ROA ve TOBİN Q ile pozitif düşük korelasyon vardır. Satış, genel ve yönetim harcamalarının satışlara oranı (SGA) değişkeni ile BO, NKM ve ROA arasında negatif korelasyon varken, BKM, ROE ve TOBİN Q ile pozitif korelasyon vardır. Borçların öz kaynaklara oranı (BO) değişkeni ile diğer tüm değişkenler arasında negatif korelasyon vardır. Net kar marjı (NKM) değişkeni ile SGA ve BO değişkenleri hariç pozitif korelasyon vardır. Brüt kar marjı (BKM) değişkeni ile CO ve BO değişkenleri hariç pozitif korelasyon vardır. Varlıkların kazanma gücü (ROA) değişkeni ile SGA ve BO değişkenleri hariç pozitif korelasyon vardır. Öz kaynakların kazanma gücü (ROE) değişkeni ile CO ve BO değişkenleri hariç pozitif korelasyon vardır. Tobin Q değişkeni ile BO değişkeni hariç pozitif korelasyon vardır. Bununla birlikte performans değişkenleri (NKM, BKM, ROA, ROE, TOBİN Q) kendi aralarında pozitif korelasyona sahipken, gevşeklik değişkenleri (CO, SGA, BO) birbirleriyle negatif korelasyona sahiptir.

Bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyonun bulunması analizde çoklu doğrusal bağlantı sorununa neden olmaktadır. Tablo 4.2’ye göre bağımsız değişkenlerin

birbiri ile olan korelasyonlarının oldukça düşük olduğu ve bu nedenle analizde çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmayacağı söylenebilmektedir. Tablo 4.3’de ise değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 4.3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	CO	SGA	BO	NKM	BKM	ROA	ROE	TOBIN Q
Ortalama	3,414297	0,154250	0,979495	0,040358	0,213465	0,030851	0,054719	1,211832
Medyan	1,655722	0,126534	0,692370	0,046955	0,200941	0,022707	0,042879	0,878000
Maksimum	4851,481	3,600000	119,0301	2,061068	1,000000	0,475217	60,30322	41,69700
Minimum	0,298220	-0,513461	-206,1229	-10,03604	-0,736899	-0,532521	-24,72916	0,180000
Stand. Sapma	73,13602	0,137370	5,179960	0,265874	0,125481	0,070961	1,108007	1,433312
Çarpıklık	66,22283	6,902121	-13,50120	-16,33544	0,380862	0,303812	35,15130	9,065141
Basıklık	4390,296	120,3026	726,6788	537,4737	4,345125	8,641635	2082,076	172,2845
Jarque-Bera	3,53E+09	2557583	96147354	52567081	438,0906	5902,829	7,93E+08	5314092
Probability	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
Gözlem	4400	4400	4400	4400	4400	4400	4400	4400

Tablo 4.3’e göre, her bir değişken 4.400 adet gözlemde oluşmakta olup, toplam gözlem sayısı 35.200 adettir. CO değişkeninin ortalaması yaklaşık 3,41 olup, en düşük değeri 0,29 en yüksek değeri ise 4851 olduğu ve en düşük ve en yüksek değerler arasında büyük bir farkın olduğu görülmektedir. SGA değişkeninin ortalaması yaklaşık 0,15 olup, en düşük değer -0,51 en yüksek değer ise 3,6’dır. BO değişkeninin ortalaması 0,97 olup, en düşük değeri -206,12 en yüksek değeri ise 119,03’tür. NKM değişkeninin ortalaması yaklaşık 0,04 olup, en düşük değer yaklaşık -10 ve en yüksek değer ise yaklaşık 119’dur. BKM değişkeninin ortalaması yaklaşık 0,21 iken, en düşük değer -0,73 ve en yüksek değer 1’dir. ROA değişkeninin ortalaması yaklaşık 0,03 iken, en düşük değeri yaklaşık -0,53 ve en yüksek değeri ise yaklaşık 0,47’dir. ROE değişkeninin ortalaması yaklaşık olarak 0,05 iken, en düşük değeri -24 ve en yüksek değeri yaklaşık 60’tır. Tobin Q değişkeninin ortalaması yaklaşık 1,21 iken, en düşük değeri 0,18 ve en yüksek değeri ise yaklaşık 41’dir.

Jarque-Bera istatistiğine bakıldığında tüm değişkenlerin % 1 anlamlılık düzeyinde normal dağılmadıkları gözlenmektedir. Değişkenlerden NKM ve BO’nun sola çarpık, diğer değişkenlerin ise sağa çarpık olduğu söylenebilir. BKM ve ROA değişkenlerinin diğerlerine göre daha basık, diğer değişkenlerin ise daha dik bir dağılıma sahip olduğu söylenebilir.

Değişkenlere ilişkin korelasyon matrisi ve tanımlayıcı istatistikler incelendikten sonra eğim parametrelerinin her bir birim için homojen olup olmadığını belirlemek üzere Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta testi ile uygulanmıştır. Verilerin homojenliği panel veri analizi yöntemlerini etkilediğinden analize başlamadan önce bu test uygulanmıştır. Tablo 4.4 Delta testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 4.4: Homojenlik Test Sonuçları

Test	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Delta Tilde	15,570***	(0,000)
Delta Tilde _{adj}	16,189***	(0,000)

Not: *, **, *** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Delta Tilde testi büyük örneklemeler için, Delta Tilde_{adj} testi ise küçük örneklemeler için geliştirilmiştir (Songur, 2019: 578). Tablo 4.4'e göre, her iki testin olasılık değerlerinin % 1 düzeyinde anlamlı olması nedeniyle, "eğim parametreleri homojendir" sıfır hipotezi reddedilerek eğim parametrelerinin heterojen olduğu belirlenmiştir.

Serilerin durağanlığının test edilmesinde birinci nesil birim kök testlerinin mi yoksa ikinci nesil birim kök testlerin mi kullanılacağını belirlemek üzere yatay kesit bağımlılığı testinin yapılması gerekmektedir. Eğer yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda birimler arasında yatay kesit bağımlılığı (birimler arası korelasyon) yoksa birinci nesil birim kök testi, var ise ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir.

Yatay kesit bağımlılığını belirlenmesi amacıyla Breusch-Pagan (1980) LM₁, Pesaran (2004) CD_{lm}, Pesaran (2004) CD, Pesaran vd. (2008) LM_{adj} testleri kullanılmıştır. Tablo 4.5'te yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.5: Değişkenler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

	(Breusch-Pagan 1980) LM ₁	(Pesaran 2004) CD _{lm}	(Pesaran 2004) CD	(Pesaran vd. 2008) LM _{adj}
CO	6619,509*** (0,000)	16,779*** (0,000)	1,727** (0,042)	17,921*** (0,000)
SGA	537,864 (1,000)	-5,277*** (0,000)	-4,024*** (0,000)	2,898*** (0,002)
BO	3719,622*** (0,000)	74,427*** (0,000)	3,390*** (0,000)	3,547*** (0,000)
NKM	2271,360*** (0,000)	37,759*** (0,000)	1,755** (0,040)	-4,147 (1,000)
BKM	5132,413*** (0,000)	110,196*** (0,000)	-5,744*** (0,000)	-2,414 (0,992)
ROA	2843,152*** (0,000)	52,236*** (0,000)	-6,595*** (0,000)	-1,606 (0,946)
ROE	2516,680*** (0,000)	43,970*** (0,000)	-5,359*** (0,000)	2,167 (0,015)**
Tobin Q	3534,443*** (0,000)	69,738*** (0,000)	-2,612*** (0,004)	-1,471 (0,929)

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerini vermektedir. *, **, *** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Gecikme sayısı 1 olarak alınmıştır.

Seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığının varlığı; yatay kesit boyutu (N) zaman boyutundan (T) büyük olduğunda ($N > T$); Pesaran (2004) CD testi ile, yatay kesit boyutu zaman boyutundan küçük olduğunda ($N < T$); Berusch-Pagan (1980) LM₁ testiyle, yatay kesit boyutu zaman boyutuna eşit olduğunda ($N = T$) ise; Pesaran (2004) CD_{lm} testi ile belirlenmektedir (Recepoglu, 2017: 1178). Bu araştırmada yatay kesit boyutu (N) zaman boyutundan (T) büyük olduğundan ($N > T$) Pesaran (2004) CD testi dikkate alınmıştır. Pesaran (2004) CD testi sonuçlarına göre CO ve NKM değişkenleri % 5 düzeyinde anlamlı iken diğer değişkenler % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, “yatay kesit bağımlılığı yoktur” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmiş ve tüm değişkenler için yatay kesit bağımlılığının olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla değişkenlerin durağanlık testinde ikinci nesil birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir.

Araştırmada yatay kesit bağımlılığını dikkate alan, Pesaran (2007) tarafından geliştirilmiş ve ikinci nesil birim kök testlerinden CADF testi kullanılmıştır. Tablo 4.6’da CADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.6: Tüm Değişkenler İçin İkinci Nesil Birim Kök Testleri

Değişkenler	CADF Sabitli	CADF Sabitli ve Trendli
CO	-2,034*	-2,567*
SGA	-2,474***	-2,996***
BO	-2,129**	-2,526*
NKM	-2,474***	-2,866***
BKM	-2,168***	-2,553**
ROA	-2,375***	-2,869***
ROE	-2,646***	-3,002***
TOBİN Q	-2,072**	-2,596**
CADF Kritik Değerleri	% 1: -2,140 % 5: -2,060 % 10: -2,010	% 1: -2,620 % 5: -2,540 % 10: -2,500

Not: *, **, *** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 4.6’ ya göre, CO değişkeni hem sabitli hem de sabitli ve trendlide % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan CO değişkeni düzeyde birim kök içermemektedir. BO ve TOBİN Q değişkenleri ise hem sabitli hem de sabitli ve trendlide % 5 düzeyinde anlamlı olduğundan düzeyde birim kök içermemektedir. Diğer değişkenler ise hem sabit hem de sabit ve trendlide % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan düzeyde birim kök içermemektedir. Dolayısıyla tüm değişkenler farklı anlamlılık düzeylerine göre birim kök içermediğinden hepsi düzeyde durağandır. Araştırmanın analizine yönelik ön testler tamamlandıktan sonra panel veri analizine geçilmiştir.

4.6.1. Kriz Öncesi Dönem (2005-2007)

Bölümün bu kısmında kriz öncesi dönem (2005-2007) için tüm bağımlı değişkenlerin (NKM, BKM, ROA, ROE, TOBİN Q) bağımsız değişkenlerle (CO, SGA, BO) olan ilişkileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiş, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişki belirlenmiştir.

4.6.1.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi dönemde NKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.7’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.7: Kriz Öncesi Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) Bağımlı Değişken: NKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 1 (Doğrusal)	FGLS Model 2 (Kuatratik)
CO	0,0235*** (0,00379)	0,0198*** (0,00659)	0,0200*** (0,00543)	0,0163*** (0,00239)	0,0272*** (0,00282)
SGA	-1,282*** (0,0525)	-1,723*** (0,0560)	-1,631*** (0,0535)	-0,507*** (0,0445)	-0,0189 (0,0277)
BO	-0,00152 (0,00135)	-3,20e-05 (0,00107)	-0,000291 (0,00108)	-0,000779 (0,00101)	-0,0106*** (0,00197)
CO ²					-0,00116*** (0,000197)
SGA ²					-0,365*** (0,0523)
BO ²					-5,51e-05*** (9,96e-06)
Sabit Terim	0,195*** (0,0154)	0,272*** (0,0190)	0,258*** (0,0241)	0,0977*** (0,00909)	0,0204*** (0,00607)
Gözlem Sayısı	1.320	1.320	1.320	1.320	1.320
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,337	0,440	0,236		
Wald chi2				298,50***	172,62***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		445,68	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		0,04	[0,4244]		
Hausman Testi:		33,37	[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		1,6e+06	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,0681947			
Baltagi-Wu LBI:		1,2637967			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Araştırmada en uygun tahmin modelinin belirlenmesi amacıyla, Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz öncesi dönemde NKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu ve zaman etkilerinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK modelinin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere

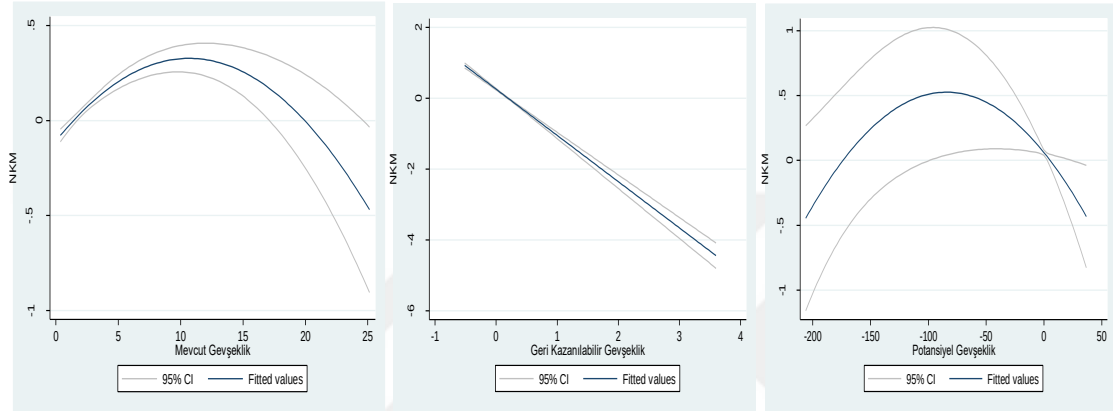
Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2 den küçük (Tatoğlu, 2018: 226) olduğundan otokorelasyonun varlığı anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans, otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, değişen varyans ve otokorelasyonun varlığında daha doğru sonuçlar verebilen Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.7’ye bakıldığında, Model 1 ve Model 2 regresyon sonuçlarının % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 1 Net Kar Marjı (NKM) ile gevşeklik türleri arasında doğrusal ilişkinin varlığını test ederken, Model 2 ise NKM ile gevşeklik türleri arasında eğrisel bir ilişkinin varlığını test etmektedir. Model 1’e göre, mevcut gevşeklik (cari oran) ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı doğrusal pozitif bir ilişkinin olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle H_1 hipotezi kabul edilmişken, H_0 reddedilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA/Satışlar Oranı) ile NKM arasında % 1 anlamlılık düzeyinde negatif doğrusal bir ilişki vardır. Bu nedenle H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik (borç/özkaynak Oranı) ile NKM arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki belirlenmiştir.

Eğrisel ilişkiyi test etmek üzere Model 2 oluşturulmuştur. Eğrisel ilişkiyi tanımlamak üzere her bir bağımsız değişkenin kareleri alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesinin (CO^2) her ikisinin de % 1 düzeyinde anlamlı olması nedeniyle, NKM ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde bir ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ve geri kazanılabilir gevşekliğin karesinin (SGA^2) her ikisinin de anlamlı olmaması nedeniyle

NKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında eğrisel ilişkinin varlığı tespit edilememiştir. Hem potansiyel gevşeklik (BO) hem de potansiyel gevşekliğin karesinin (BO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olması nedeniyle, NKM ile potansiyel gevşeklik arasında ters U şeklinde bir ilişki vardır. Grafik 4.1’de kriz öncesi dönemde gevşeklik türlerinin BKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.1: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki



Model 1’e göre mevcut gevşeklik ile NKM arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 2’den anlaşılmaktadır. Geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmiş, eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında Model 1’e göre anlamlı doğrusal ilişki belirlenememişken, Model 2’de eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.1’e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı NKM’yi de artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise NKM’yi azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artışı ise NKM’yi azaltmaktadır. Potansiyel gevşeklik ile borç/öz kaynak oranı arasında ters yönde bir ilişki vardır. Borç/öz kaynak oranı arttıkça potansiyel gevşeklik düşmektedir. Dolayısıyla grafikte borç/öz kaynak oranının belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşeklik azalması) performansı da artırmaktadır.

Sonuçlar mevcut gevşeklik için, finansal gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğu yönündeki örgütsel teori akımlarını (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) desteklerken, geri kazanılabilir gevşeklik için desteklememektedir. Potansiyel gevşeklik açısından sonuçlar, potansiyel gevşekliğin çok az ya da çok fazla olması performansı olumsuz etkilediğini göstermektedir. Aslında firmaların borç artışına bağlı olarak, borcun kaldıraç etkisinden faydalanarak performanslarını artırdıkları söylenebilir.

4.6.1.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi dönemde BKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.8’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.8: Kriz Öncesi Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) Bağımlı Değişken: BKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 3 (Doğrusal)	FGLS Model 4 (Kuatratik)
CO	0,0117*** (0,00165)	0,00527*** (0,00148)	0,00560*** (0,00144)	0,00291*** (0,000934)	0,00932*** (0,00187)
SGA	0,248*** (0,0228)	-0,0341*** (0,0125)	-0,0249** (0,0126)	0,0227*** (0,00872)	0,0365** (0,0164)
BO	-0,00113* (0,000588)	-0,000221 (0,000241)	-0,000247 (0,000244)	-0,000193 (0,000228)	-0,00142* (0,000740)
CO ²					-0,000391*** (0,000117)
SGA ²					-0,00372 (0,00541)
BO ²					-6,69e-06* (3,94e-06)
Sabit Terim	0,158*** (0,00670)	0,217*** (0,00426)	0,215*** (0,0115)	0,197*** (0,00431)	0,186*** (0,00518)
Gözlem Sayısı	1.320	1.320	1.320	1.320	1.320
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,111	0,016	0,0045		
Wald chi2				17,81***	43,17***
Prob. Değ.				0,0005***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:	1979,77		[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:	6,89		[0,0043]		
Hausman Testi:	54,68		[0,0042]		
Değiştirilmiş Wald Testi:	18725,29		[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:	0,72083269				
Baltagi-Wu LBI:	1,0978691				

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Araştırmada en uygun tahmin modelinin belirlenmesi amacıyla, Klasik Modelin geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz öncesi dönemde BKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkilerinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK modelinin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi

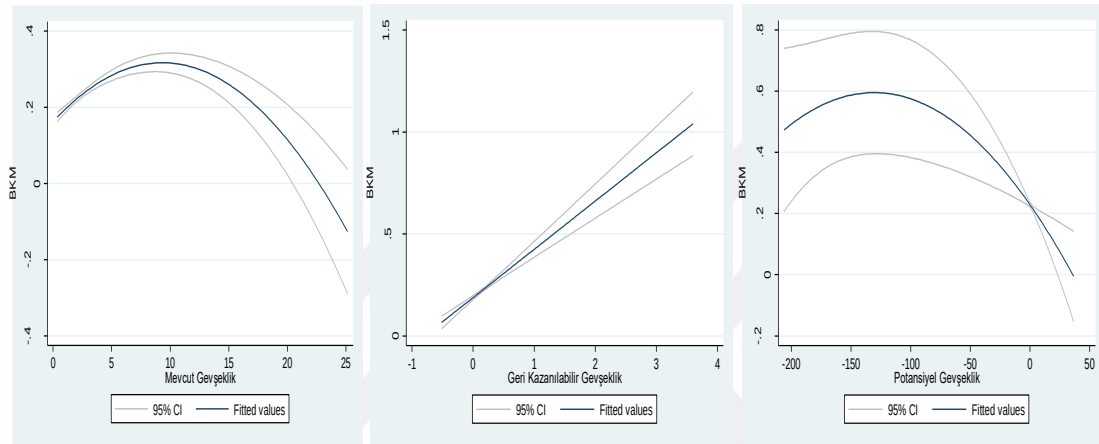
sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2’den küçük (Tatoğlu, 2018: 226) olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, değişen varyans ve otokorelasyonun varlığında daha doğru sonuçlar verebilen Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.8’e bakıldığında Model 3 ve Model 4 regresyon sonuçlarının % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 3 Brüt Kar Marjı (BKM) ile gevşeklik türleri arasında doğrusal ilişkinin varlığını test ederken, Model 4 ise BKM ile gevşeklik türleri arasında eğrisel bir ilişkinin varlığını test etmektedir. Model 3’de mevcut gevşeklik (Cari Oran) ile BKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı doğrusal pozitif bir ilişkinin olduğu anlaşılmakta ve hipotez H_1 kabul edilmişken, H_0 reddedilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA/Satışlar Oranı) ile BKM arasında % 1 anlamlılık düzeyinde pozitif doğrusal bir ilişki vardır. Bu nedenle H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik (borç/özkaynak oranı) ile BKM arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Dolayısıyla H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezleri ise reddedilmiştir.

Eğrisel ilişkiyi test etmek üzere Model 4 oluşturulmuştur. Eğrisel ilişkiyi belirlemek üzere her bir bağımsız değişkenin kareleri alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, hem mevcut gevşeklik (CO) hem de mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, BKM ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 5 düzeyinde anlamlı

iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesinin (SGA^2) anlamlı olmaması nedeniyle BKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında eğrisel ilişki yoktur. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan, BKM ile potansiyel gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Grafik 4.2’de kriz öncesi dönemde gevşeklik türlerinin BKM ile olan ilişkisi yer almaktadır.

Grafik 4.2: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki



Model 3’e göre mevcut gevşeklik ile BKM arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 4’den anlaşılmaktadır. Geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında Model 3’e göre pozitif doğrusal ilişki varken, Model 4’de eğrisel ilişki yoktur. Potansiyel gevşeklik ile BKM arasında anlamlı doğrusal bir ilişki belirlenememişken, eğrisel ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.2’den de anlaşılabacağı gibi mevcut gevşekliğin belli bir düzeye kadar artması BKM’yi de artırmakta ancak belli bir düzeyden sonra ise BKM üzerinde olumsuz etkiye neden olmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artması BKM’yi de artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalması (borçlanmanın artması) performansı artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır.

Sonuçlar mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik için, finansal gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğu yönündeki örgütsel teori akımlarını (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) desteklerken, potansiyel gevşeklik için desteklememektedir. Çünkü bu sonuca göre, borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) performansı da artırmaktadır. Belli bir seviyeye kadar

borçlanmanın artışı performansı da artırdığından firmaların borcun kaldıraç etkisinden faydalanarak performanslarını artırdıkları söylenebilir.

4.6.1.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi dönemde ROA bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.9’da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.9: Kriz Öncesi Dönemde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) Bağımlı Değişken: ROA	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 5 (Doğrusal)	FGLS Model 6 (Kuatratik)
CO	0,0112*** (0,000903)	0,0126*** (0,00147)	0,0123*** (0,00127)	0,0110*** (0,00115)	0,0201*** (0,00187)
SGA	-0,0576*** (0,0125)	-0,0166 (0,0125)	-0,0222* (0,0120)	-0,0154* (0,00845)	-0,0703*** (0,0139)
BO	8,07e-05 (0,000322)	0,000272 (0,000239)	0,000261 (0,000239)	0,000165* (9,95e-05)	-0,00229** (0,00101)
CO ²					-0,000653*** (0,000124)
SGA ²					0,0218*** (0,00506)
BO ²					-1,21e-05** (5,09e-06)
Sabit Terim	0,0181*** (0,00367)	0,00804* (0,00423)	0,00975 (0,00610)	0,00439 (0,00297)	-0,000255 (0,00408)
Gözlem Sayısı	1.320	1.320	1.320	1.320	1.320
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,124	0,059	0,164		
Wald chi2				96,06***	189,31***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		606,08	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		80,31	[0,0000]		
Hausman Testi:		6,02	[0,1107]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		1695,13	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,1796445			
Baltagi-Wu LBI:		1,4023902			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Araştırmada öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz öncesi dönemde ROA bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman

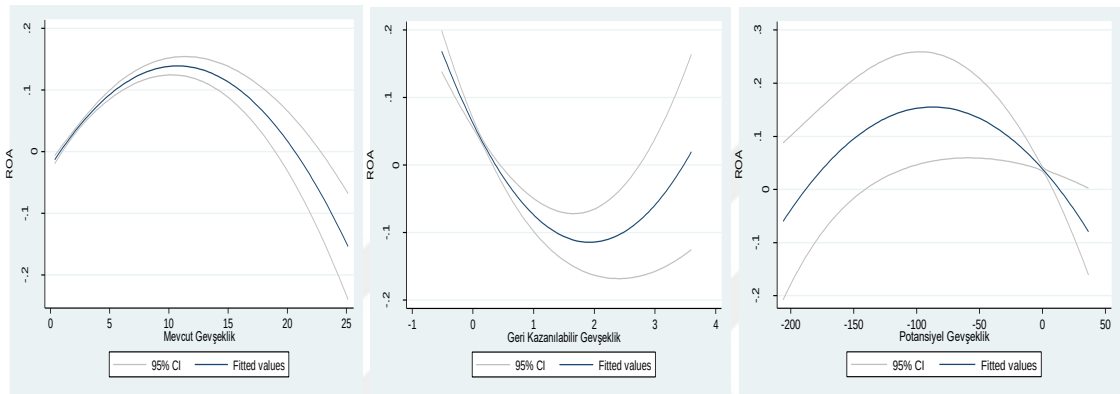
etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim ve zaman etkinin olması Havuzlanmış EKK'nin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini azaltan değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup, modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.9'a göre, Model 5 ROA ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 6 ise ROA ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.9'a bakıldığında her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 5'e göre mevcut gevşeklik ile ROA arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında % 10 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki, potansiyel gevşeklik ile ROA arasında % 10 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla tüm gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 6'da eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesinin (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olması, ROA ile mevcut gevşeklik arasında eğrisel bir ilişkinin varlığını göstermekte olup ilişki ters U şeklindedir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin

karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında U şeklinde eğrisel ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 5 düzeyinde anlamlı olduğundan, geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki tespit edilmiştir. Grafik 4.3’de kriz öncesi dönemde gevşeklik türlerinin ROA ile olan ilişkisi yer almaktadır.

Grafik 4.3: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki



Model 5’e göre, mevcut gevşeklik türü ile ROA arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 6’da belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin de eğrisel olduğu Model 6’da belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında Model 5’e göre anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuşken, aslında bu ilişkinin de eğrisel olduğu Model 6’da belirlenmiştir. Grafik 4.3’e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA’yı da artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise ROA’yı azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artması ROA’yı azaltmakta ancak belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalması (borçlanmanın artması) ROA’yı artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır.

Sonuçlar mevcut gevşeklik için, finansal gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğu yönündeki örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklikteki artış belli bir seviyeden sonra (aşırı faaliyet giderleri kullanılması) performansı da artırmaktadır. Bu durum geri kazanılabilir gevşeklik için örgütsel teori akımlarının varsayımlarını kısmen desteklemektedir. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar

azalması (borçlanmanın artışı) performansı artırmış, belli bir seviyeden sonra ise azaltmıştır. Bu sonuç, firmaların borcun kaldıraç etkisinden faydalanarak performans artışı sağladıklarını göstermektedir.

4.6.1.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi dönemde ROE bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.10'da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.10: Kriz Öncesi Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) Bağımlı Değişken: ROE	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 7 (Doğrusal)	FGLS Model 8 (Kuadratik)
CO	-0,0258*** (0,00545)	-0,00131 (0,00941)	-0,0122 (0,00766)	-0,00862*** (0,00180)	0,00797*** (0,00291)
SGA	0,0116 (0,0756)	-0,0281 (0,0799)	-0,0141 (0,0762)	-0,0617*** (0,0205)	-0,180*** (0,0310)
BO	-0,269*** (0,00195)	-0,275*** (0,00153)	-0,274*** (0,00155)	-0,263*** (0,00345)	-0,0705*** (0,00638)
CO ²					-0,000278* (0,000150)
SGA ²					0,0510*** (0,0120)
BO ²					0,00108*** (3,39e-05)
Sabit Terim	0,324*** (0,0222)	0,274*** (0,0271)	0,298*** (0,0336)	0,246*** (0,00803)	0,102*** (0,00993)
Gözlem Sayısı	1.320	1.320	1.320	1.320	1.320
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,124	0,059	0,600		
Wald chi2				5838,14***	13756,79***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		471,90	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		2,3e-13	[1,0000]		
Hausman Testi:		72,08	[0,0015]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		1574,2	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,1434683			
Baltagi-Wu LBI:		1,5284371			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Araştırmada en uygun tahmin modelinin belirlenmesi amacıyla, Klasik Modelin geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz öncesi dönemde ROE bağımlı değişkeni için

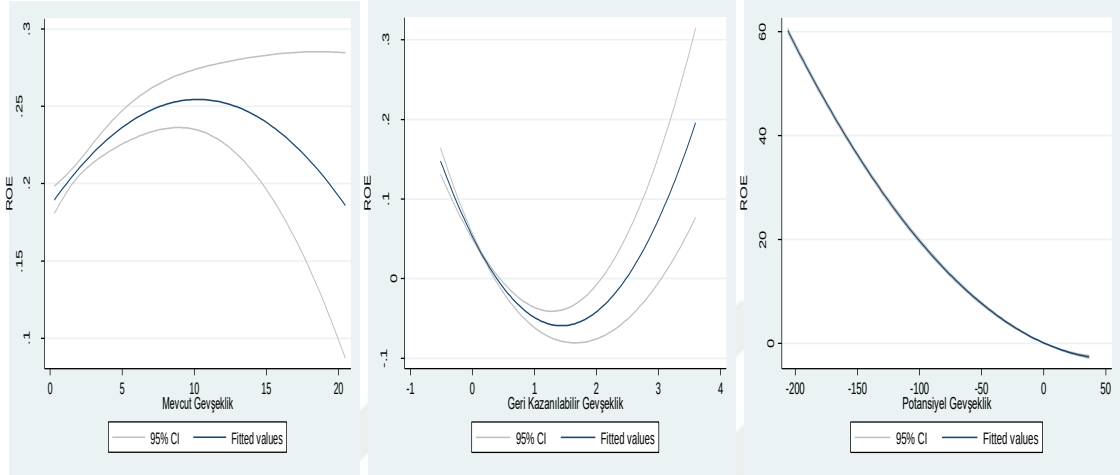
yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu ve zaman etkilerin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK modelinin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5'den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 5'den küçük olduğundan), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun varolduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.10'a göre, Model 7 ROE ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 8 ise ROE ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.10'a göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 7'ye göre tüm gevşeklik türleri ile ROE arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla tüm gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 8'de eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) sırasıyla % 1 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan ROE ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan geri kazanılabilir gevşeklik ile ROE arasında U şeklinde eğrisel ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 1 düzeyinde anlamlı

olduğundan potansiyel gevşeklik ile ROE arasında U şeklinde eğrisel ilişki tespit edilmiştir. Grafik 4.4’de kriz öncesi dönemde gevşeklik türlerinin ROE ile olan ilişkisi yer almaktadır.

Grafik 4.4: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki



Model 7’e göre tüm gevşeklik türleri ile ROE arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmişken, aslında bu ilişkilerin eğrisel olduğu Model 8’de görülmektedir. Grafik 4.4’e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması ROE’yi de artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROE’yi azaltmakta, belli bir seviyeden sonra ise ROE’yi artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalışı (borçlanmanın artması) ROE’yi azaltmakta, belli bir seviyeden sonra ise ROE’yi artırmaktadır.

Sonuçlar mevcut gevşeklik için, finansal gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğu yönündeki örgütsel teori akımlarının (Kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklerken, geri kazanılabilir gevşeklik için ise kısmen desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeden sonraki artışı (çok fazla faaliyet giderine katlanması) performansı da artırdığından kısmen desteklediği söylenebilir. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, çok az ve çok fazla potansiyel gevşekliğin performans üzerinde olumlu etkisinin olduğunu göstermektedir.

4.6.1.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve

Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.11’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.11: Kriz Öncesi Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) Bağımlı Değişken: Tobin Q	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 9 (Doğrusal)	FGLS Model 10 (Kuatratik)
CO	0,0881*** (0,0123)	0,0458*** (0,0110)	0,0487*** (0,0107)	0,0190*** (0,00537)	0,0207** (0,0105)
SGA	0,341** (0,170)	0,0888 (0,0933)	0,0933 (0,0926)	0,188*** (0,0438)	0,0887 (0,0726)
BO	-0,000883 (0,00438)	0,00217 (0,00179)	0,00210 (0,00179)	0,000146 (0,000612)	0,00857 (0,00566)
CO ²					3,56e-05 (0,000689)
SGA ²					0,0424 (0,0272)
BO ²					4,23e-05 (2,83e-05)
Sabit Terim	0,863*** (0,0499)	1,004*** (0,0317)	0,996*** (0,0907)	0,804*** (0,0221)	0,807*** (0,0284)
Gözlem Sayısı	1.320	1.320	1.320	1.320	1.320
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,039	0,017	0,043		
Wald chi2				33,43***	38,93***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:	1993,15		[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:	0,22		[0,3214]		
Hausman Testi:	2,06		[0,5594]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:	5134,02		[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:	0,89299559				
Baltagi-Wu LBI:	1,0599115				

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

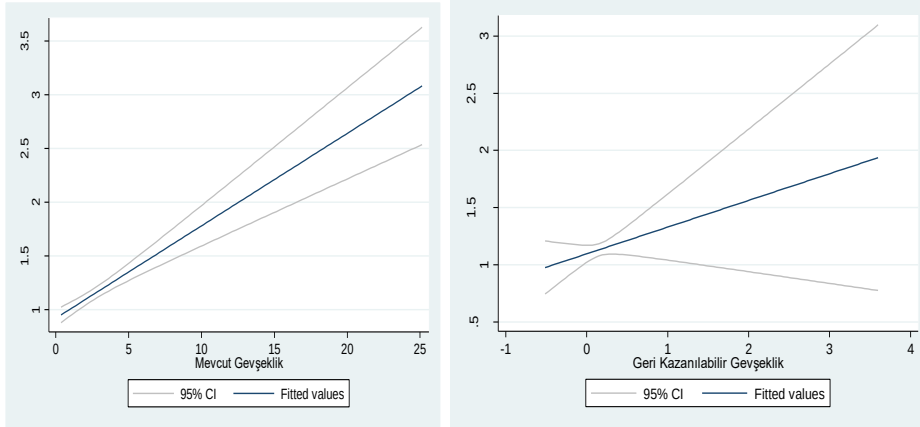
Araştırmada en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz öncesi dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu ve zaman etkisinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK’nin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5’den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen

varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.11'e göre, Model 9, performans değişkeni olan Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 10 ise Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.11'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 9'a göre mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında anlamlı olmayan pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik ile geri kazanılabilir gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 10'da eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) % 5 düzeyinde anlamlı iken mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) anlamlı olmadığından Tobin Q ile mevcut gevşeklik arasında eğrisel bir ilişki bulunamamıştır. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ve geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) ile potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir. Grafik 4.5'de kriz öncesi dönemde gevşeklik türlerinin Tobin Q ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.5: Kriz Öncesi Dönemde Gevşeklik Türleri İle Tobin Q Arasındaki İlişki



Model 9'a göre mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türü ile Tobin Q arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiş olup, Model 10'da eğrisel ilişki tespit edilememiştir. Potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında hem Model 9'a hem de Model 10'a göre anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Grafik 4.5'e göre, mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin artışı Tobin Q'yu artırmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklerken, örgütsel iktisat teorilerinin (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) varsayımlarını desteklemektedir.

4.6.2. Kriz Dönemi (2008-2009)

Bölümün bu kısmında, kriz dönemi (2008-2009) için tüm bağımlı değişkenlerin (NKM, BKM, ROA, ROE, TOBİN Q) bağımsız değişkenlerle olan ilişkileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiş, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişki belirlenmiştir.

4.6.2.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz dönemi NKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.12'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.12: Kriz Döneminde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: NKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 11 (Doğrusal)	FGLS Model 12 (Kuatratik)
CO	-2,20e-06 (5,30e-05)	2,22e-07 (4,01e-05)	-1,97e-07 (3,99e-05)	-2,10e-06 (8,53e-06)	0,0111*** (0,00195)
SGA	-0,840*** (0,0612)	-0,639*** (0,0638)	-0,682*** (0,0601)	-0,378*** (0,0339)	-0,441*** (0,0574)
BO	-0,00313* (0,00173)	-0,000813 (0,00132)	-0,00112 (0,00131)	-0,00125 (0,000833)	-0,00168 (0,00102)
CO ²					-2,27e-06*** (4,00e-07)
SGA ²					0,0401 (0,0843)
BO ²					1,98e-05 (1,76e-05)
Sabit Terim	0,142*** (0,0135)	0,106*** (0,0123)	0,114*** (0,0209)	0,0760*** (0,00508)	0,0604*** (0,00721)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,179	0,116	0,235		
Wald chi2				125,74***	163,81***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		365,38	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		4,37	[0,0183]		
Hausman Testi:		7,20	[0,0659]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		743,15	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		0,97917997			
Baltagi-Wu LBI:		1,4954067			

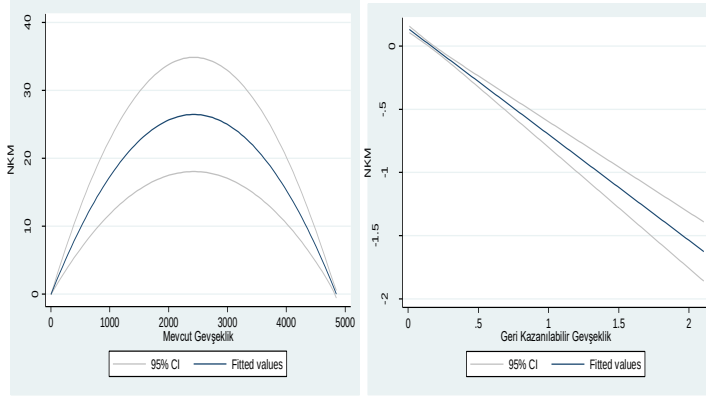
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz döneminde NKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK'nin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5'den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde

kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.12'ye göre, Model 11 kriz dönemi için performans değişkeni olan NKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 12 ise NKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.12'ye göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 11'e göre, mevcut gevşeklik ile NKM arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki varken, geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında ise anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla geri kazanılabilir gevşeklik için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiş, mevcut ve potansiyel gevşeklik türleri için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 12'de eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan mevcut gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 1 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) anlamlı olmadığından geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında eğrisel bir ilişki yoktur. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından potansiyel gevşeklik ile NKM arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir. Grafik 4.6'da kriz döneminde gevşeklik türlerinin NKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.6: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki

Model 11'e göre mevcut gevşeklik ile NKM arasında anlamlı ilişki tespit edilememişken, Model 12'de eğrisel bir ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, Model 12'de ise anlamlı eğrisel bir ilişki belirlenmemiştir. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında Model 11 ve Model 12'ye göre anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki belirlenmemiştir. Grafik 4.6'ya göre, mevcut gevşekliğin artışı NKM'yi belli bir seviyeye kadar artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artışı NKM'yi azaltmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar örgütsel teori akımlarıyla (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Geri kazanılabilir gevşeklik açısından ise sonuç, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarlılık göstermektedir.

4.6.2.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz dönemi BKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.13'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.13: Kriz Döneminde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: BKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 13 (Doğrusal)	FGLS Model 14 (Kuatratik)
CO	-1,22e-05 (2,74e-05)	-5,49e-06 (1,72e-05)	-5,84e-06 (1,73e-05)	-8,49e-07 (8,97e-06)	-0,000552 (0,000759)
SGA	0,296*** (0,0316)	0,0500* (0,0274)	0,0827*** (0,0267)	0,0413** (0,0177)	0,0252 (0,0302)
BO	-0,000508 (0,000894)	-0,000310 (0,000568)	-0,000315 (0,000571)	-0,000448 (0,000298)	-0,000942*** (0,000352)
CO ²					1,13e-07 (1,56e-07)
SGA ²					0,0128 (0,0356)
BO ²					1,33e-05** (6,54e-06)
Sabit Terim	0,158*** (0,00695)	0,198*** (0,00528)	0,193*** (0,0113)	0,198*** (0,00441)	0,204*** (0,00518)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,092	0,005	0,200		
Wald chi2				7,98**	12,38*
Prob. Değ.				0,0465***	0,0540*
Birim Etki (LR)Testi:		617,54	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		16,64	[0,0000]		
Hausman Testi:		26,09	[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		5,2e+05	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,0720479			
Baltagi-Wu LBI:		1,2363131			

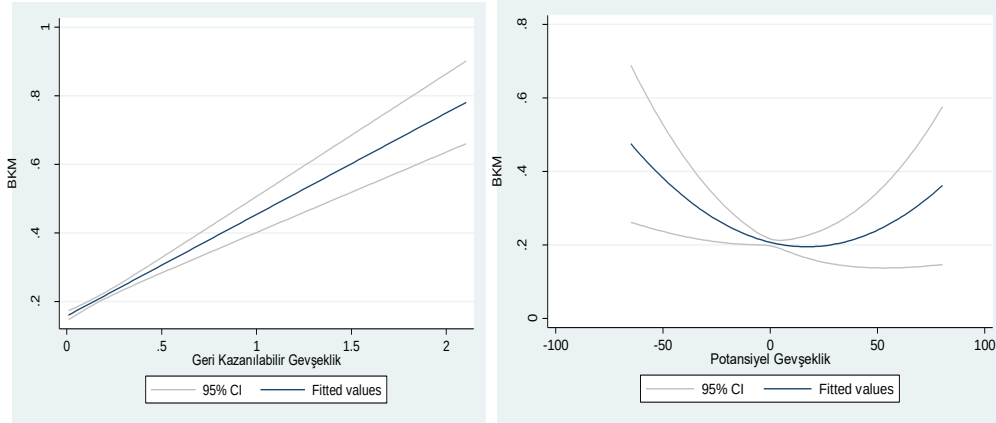
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Araştırmada en uygun tahmin modelinin belirlenmesi amacıyla, Klasik Modelin geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz döneminde BKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Havuzlanmış EKK modelinin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların

birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.13'e göre, Model 13 kriz dönemi için performans değişkeni olan BKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 14 ise BKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.13'e göre Model 13 % 5 düzeyinde, Model 14 ise % 10 düzeyinde anlamlıdır. Model 13'a göre, mevcut gevşeklik ile BKM arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında % 5 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile BKM arasında ise anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla geri kazanılabilir gevşeklik için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Mevcut gevşeklik ile potansiyel gevşeklik türleri için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 14'de gevşeklik türleri ile BKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) anlamlı olmadığından mevcut gevşeklik ile BKM arasında eğrisel bir ilişkinin olmadığı belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) anlamlı olmadığından, geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 5 düzeyinde anlamlı olduğundan potansiyel gevşeklik ile BKM arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki tespit edilmiştir. Grafik 4.7'de kriz döneminde geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile BKM arasındaki ilişki yer almaktadır.

Grafik 4.7: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki

Hem Model 13'e hem de Model 14'e göre mevcut gevşeklik ile BKM arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Model 13'de geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, Model 14'de eğrisel bir ilişki belirlenmemiştir. Potansiyel gevşeklik ile BKM arasında Model 13'de doğrusal ilişki belirlenmemişken, Model 14'de eğrisel anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.7'ye göre, geri kazanılabilir gevşekliğin artışı BKM'yi artırmaktadır. Borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artışı (potansiyel gevşekliğin azalışı) BKM'yi azaltmakta, belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır.

Geri kazanılabilir açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuçlar, çok az ya da çok fazla potansiyel gevşekliğin performansı olumlu etkilediğini göstermektedir.

4.6.2.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz dönemi ROA bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.14'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.14: Kriz Döneminde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: ROA	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 15 (Doğrusal)	FGLS Model 16 (Kuatratik)
CO	-2,09e-06 (1,55e-05)	2,74e-06 (1,25e-05)	1,90e-06 (1,25e-05)	-6,98e-07 (4,06e-06)	0,00507*** (0,00110)
SGA	-0,0891*** (0,0179)	-0,0480** (0,0199)	-0,0598*** (0,0185)	-0,0574*** (0,0121)	-0,169*** (0,0180)
BO	-0,00178*** (0,000505)	-0,000465 (0,000413)	-0,000699* (0,000410)	-0,000478 (0,000435)	-0,000621 (0,000492)
CO ²					-1,04e-06*** (2,25e-07)
SGA ²					0,0928*** (0,0128)
BO ²					9,76e-06 (9,07e-06)
Sabit Terim	0,0337*** (0,00393)	0,0253*** (0,00383)	0,0275*** (0,00578)	0,0219*** (0,00306)	0,0246*** (0,00430)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,040	0,009	0,087		
Wald chi2				23,64***	119,70***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		274,04	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		13,50	[0,0001]		
Hausman Testi:		28,40	[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		46518,51	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,0931767			
Baltagi-Wu LBI:		1,2818046			

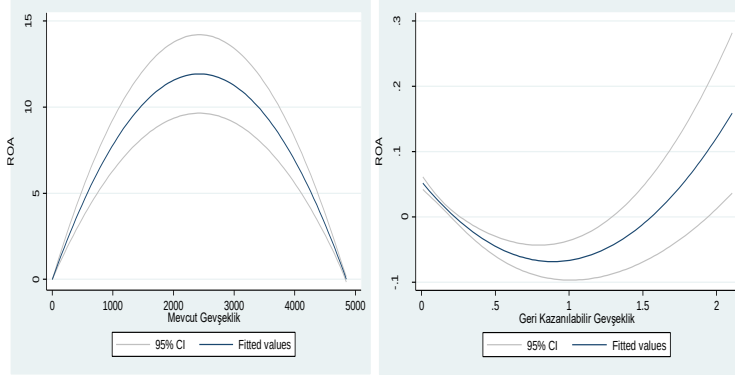
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz dönemi için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan ROA üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla, Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz döneminde ROA bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Havuzlanmış EKK modelinin kullanılmasının uygun olmadığı sonucunu doğurmuştur. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5'den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır.

Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.14'e göre, Model 15 kriz dönemi için performans değişkeni olan ROA ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 16 ise ROA ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.14'e göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 15'e göre, mevcut gevşeklik ile ROA arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında ise arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut ve potansiyel gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 16'da kriz döneminde gevşeklik türleri ile ROA arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan mevcut gevşeklik ile ROA arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından potansiyel gevşeklik ile ROA arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir. Grafik 4.8'de kriz döneminde gevşeklik türleri ile ROA arasındaki ilişki yer almaktadır.

Grafik 4.8: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki

Model 15'e göre, mevcut gevşeklik ile ROA arasında doğrusal bir ilişki tespit edilememişken, Model 16'da eğrisel bir ilişki tespit edilmiştir. Model 15'de geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 16'da belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında hem Model 15 hem de Model 16'da anlamlı doğrusal ya da eğrisel ilişki belirlenmemiştir. Grafik 4.8'e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA'yı da artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA'yı azaltmakta belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarıyla (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Geri kazanılabilir gevşeklik açısından ise sonuç, geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeden sonraki artışı (aşırı faaliyet giderlerine katlanması) firma performansını artırdığından örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını kısmen desteklemektedir.

4.6.2.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz dönemi ROE bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.15'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.15: Kriz Döneminde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: ROE	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 17 (Doğrusal)	FGLS Model 18 (Kuatratik)
CO	-7,85e-06 (0,000150)	-6,96e-07 (0,000155)	-6,17e-06 (0,000149)	-5,05e-06 (7,40e-06)	0,00324* (0,00170)
SGA	-0,567*** (0,173)	-0,334 (0,247)	-0,522*** (0,186)	-0,169*** (0,0230)	-0,430*** (0,0533)
BO	-0,0373*** (0,00490)	-0,0422*** (0,00512)	-0,0388*** (0,00487)	-0,0556*** (0,00538)	-0,0617*** (0,00728)
CO ²					-6,65e-07* (3,48e-07)
SGA ²					0,197*** (0,0386)
BO ²					0,00116*** (0,000366)
Sabit Terim	0,124*** (0,0381)	0,0917* (0,0475)	0,118*** (0,0428)	0,0853*** (0,00612)	0,111*** (0,0110)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,072	0,083	0,034		
Wald chi2				164,64***	164,91***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		9,77	[0,0009]		
Zaman Etki (LR) Testi:		0,00	[1,0000]		
Hausman Testi:		6,41	[0,0935]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		11,79	[0,0003]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,8540837			
Baltagi-Wu LBI:		1,9471854			

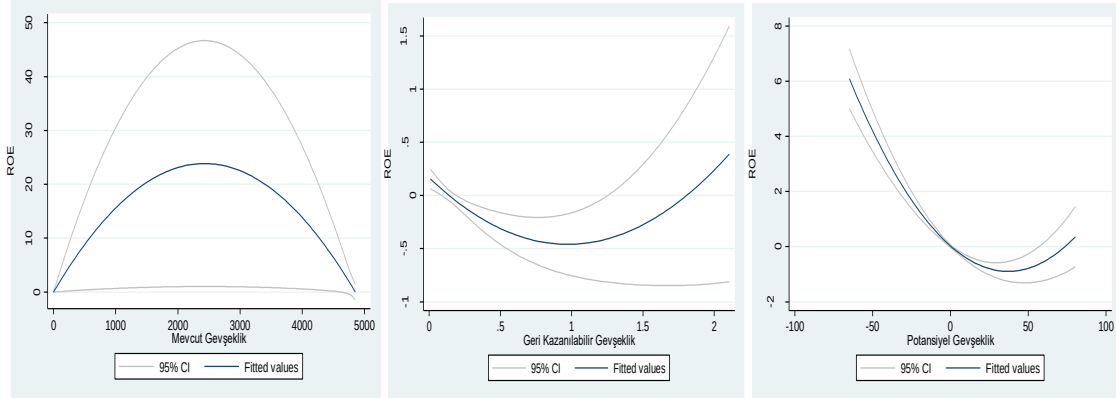
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz dönemi için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan ROE üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz döneminde ROE bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu ve zaman etkisinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5'den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange

Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı daha dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.15'e göre, Model 17 kriz dönemi için performans değişkeninin olan ROE ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 18 ise ROE ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.15'e göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 17'ye göre, mevcut gevşeklik ile ROE arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile ROE arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile ROE arasında ise arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik türleri için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 18'de kriz döneminde, gevşeklik türleri ile ROE arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz döneminde mevcut gevşeklik ile ROE arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan geri kazanılabilir gevşeklik ile ROE arasında U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan potansiyel gevşeklik ile ROE arasında U şeklinde eğrisel ilişki tespit edilmiştir. Grafik 4.9'da kriz döneminde gevşeklik türleri ile ROE arasındaki ilişki yer almaktadır.

Grafik 4.9: Kriz Döneminde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki

Model 17’de mevcut gevşeklik ile ROE arasında anlamlı doğrusal bir ilişki bulunamamasına rağmen, Model 18’de eğrisel ilişki bulunmuştur. Model 17’de geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile ROE arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuşken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 18’de belirlenmiştir. Grafik 4.9’a göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROE’yi de artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROE’yi azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır. Borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artışı (potansiyel gevşekliğin azalışı) ROE’yi azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik için elde edilen sonuç, örgütsel teori akımlarıyla (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) tutarlıdır. Geri kazanılabilir gevşeklik için elde edilen bu sonuç, kısmen örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeden sonraki artışı (aşırı faaliyet giderlerine katlanması) performansı da artırmaktadır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuçlar, çok fazla ve çok az borçlanma performansı olumlu etkilediğini göstermektedir.

4.6.2.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz dönemi Tobin Q bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.16’da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.16: Kriz Döneminde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: Tobin Q	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 19 (Doğrusal)	FGLS Model 20 (Kuatratik)
CO	4,46e-07 (0,000149)	8,49e-06 (7,01e-05)	8,32e-06 (6,99e-05)	7,77e-06 (3,37e-05)	0,00170 (0,00454)
SGA	0,133 (0,172)	-0,168 (0,112)	-0,150 (0,110)	-0,0725 (0,0452)	-0,0518 (0,0958)
BO	-0,000112 (0,00487)	0,000373 (0,00231)	0,000363 (0,00230)	-0,000357 (0,000750)	-0,000557 (0,000831)
CO ²					-3,46e-07 (9,31e-07)
SGA ²					-0,00983 (0,0556)
BO ²					1,05e-05 (1,77e-05)
Sabit Terim	0,872*** (0,0379)	0,920*** (0,0215)	0,918*** (0,0663)	0,752*** (0,0206)	0,751*** (0,0247)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,001	0,003	0,004		
Wald chi2				2,80	2,58
Prob. Değ.				0,4236	0,8593
Birim Etki (LR)Testi:		1058,18	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		14,39	[0,0001]		
Hausman Testi:		0,76	[0,8592]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		1997,03	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,2890078			
Baltagi-Wu LBI:		1,5163454			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz dönemi için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan Tobin Q üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz döneminde Tobin Q bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5'den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle

birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.16'ya göre, Model 19 kriz dönemi için performans değişkeni olan Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 20 ise Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.16'ya göre Model 19 ve 20'nin anlamlı olmadığı görülmektedir. Her iki modelin de anlamlı olmaması nedeniyle sonuçlar hakkında değerlendirme yapılamamaktadır.

4.6.3. Kriz Sonrası Dönem (2010-2014)

Bölümün bu kısmında, kriz sonrası dönem için tüm bağımlı değişkenlerin (NKM, BKM, ROA, ROE, TOBİN Q) bağımsız değişkenlerle olan ilişkileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiş, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişki belirlenmiştir.

4.6.3.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz sonrası dönemde NKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.17'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.17: Kriz Sonrası Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Sonrası Dönem (2010-2014) Bağımlı Değişken: NKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 21 (Doğrusal)	FGLS Model 22 (Kuatratik)
CO	0,0103*** (0,00174)	0,00458** (0,00217)	0,00533** (0,00207)	0,0129*** (0,00140)	0,0277*** (0,00237)
SGA	-0,537*** (0,0274)	-0,309*** (0,0321)	-0,333*** (0,0310)	-0,218*** (0,0174)	-0,267*** (0,0302)
BO	-0,00120* (0,000724)	-0,000788 (0,000507)	-0,000828 (0,000506)	-0,000427 (0,000353)	-0,000291 (0,000401)
CO ²					-0,00128*** (0,000198)
SGA ²					0,0875* (0,0527)
BO ²					-1,63e-06 (4,54e-06)
Sabit Terim	0,108*** (0,00661)	0,0865*** (0,00691)	0,0885*** (0,0133)	0,0603*** (0,00369)	0,0427*** (0,00475)
Gözlem Sayısı	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,160	0,044	0,238		
Wald chi2				234,51***	328,05***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		1573,60	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		0,00	[1,0000]		
Hausman Testi:		8,60	[0,0350]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		9,7e+05	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,0133351			
Baltagi-Wu LBI:		1,2383792			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz sonrası dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişkeni olan NKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Havuzlanmış EKK (Klasik Modelin) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz sonrası dönemde NKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu ve zaman etkisinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile

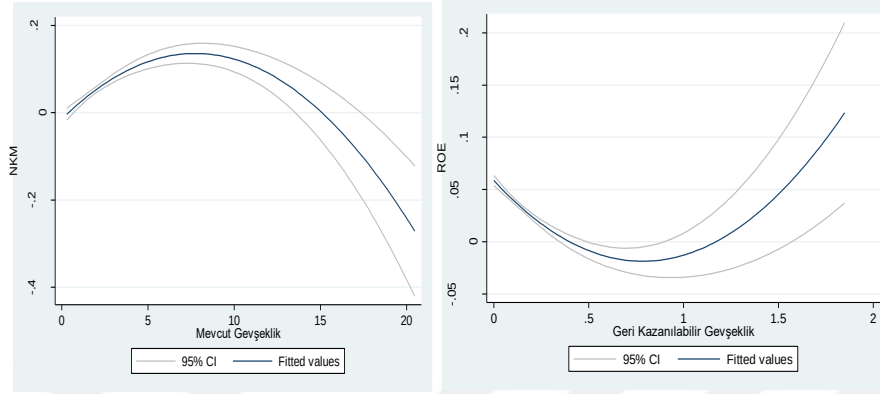
sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.17'e göre, Model 21 kriz sonrası dönem için performans değişkeni olan NKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 22 ise NKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.17'ye göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 21'e göre, mevcut gevşeklik ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında ise arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 22'de kriz sonrası dönemde gevşeklik türleri ile NKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde mevcut gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) sırasıyla % 1 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesinin (BO^2) anlamlı olmaması nedeniyle, potansiyel gevşeklik ile NKM arasında eğrisel bir ilişki

tespit edilememiştir. Grafik 4.10'da kriz döneminde gevşeklik türleri ile NKM arasındaki ilişki yer almaktadır.

Grafik 4.10: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki



Model 21'de mevcut gevşeklik ile NKM arasında anlamlı pozitif doğrusal ilişki bulunmuşken, Model 22'de aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında Model 21'e göre anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin de eğrisel olduğu Model 22'de belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında hem Model 21'de hem de Model 22'de anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.10'a göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı NKM'yi de artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artışı belli bir seviyeye kadar NKM'yi azaltırken belli bir seviyeden sonra artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeden sonraki artışı (aşırı faaliyet giderlerine katlanması) performansı da artırdığından, kısmen örgütsel teori akımlarının varsayımlarını destekleyebileceği ifade edilebilir.

4.6.3.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz sonrası dönemde BKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.18'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.18: Kriz Sonrası Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Sonrası Dönem (2010-2014) Bağımlı Değişken: BKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 23 (Doğrusal)	FGLS Model 24 (Kuatratik)
CO	0,00553*** (0,00113)	0,00497*** (0,00106)	0,00492*** (0,00105)	0,00516*** (0,00100)	0,0122*** (0,00178)
SGA	0,372*** (0,0177)	-0,0508*** (0,0158)	-0,0276* (0,0156)	0,0205* (0,0119)	0,118*** (0,0205)
BO	0,000542 (0,000470)	0,000352 (0,000249)	0,000374 (0,000252)	-6,81e-06 (0,000104)	0,000142 (0,000176)
CO ²					-0,000506*** (0,000115)
SGA ²					-0,0862*** (0,0217)
BO ²					-1,68e-06 (1,60e-06)
Sabit Terim	0,141*** (0,00428)	0,206*** (0,00339)	0,202*** (0,00872)	0,186*** (0,00350)	0,164*** (0,00435)
Gözlem Sayısı	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,175	0,016	0,08		
Wald chi2				30,97***	88,26***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:	2685,74		[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:	9,28		[0,0012]		
Hausman Testi:	152,14		[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:	66306,79		[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:	0,48917392				
Baltagi-Wu LBI:	0,65011846				

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

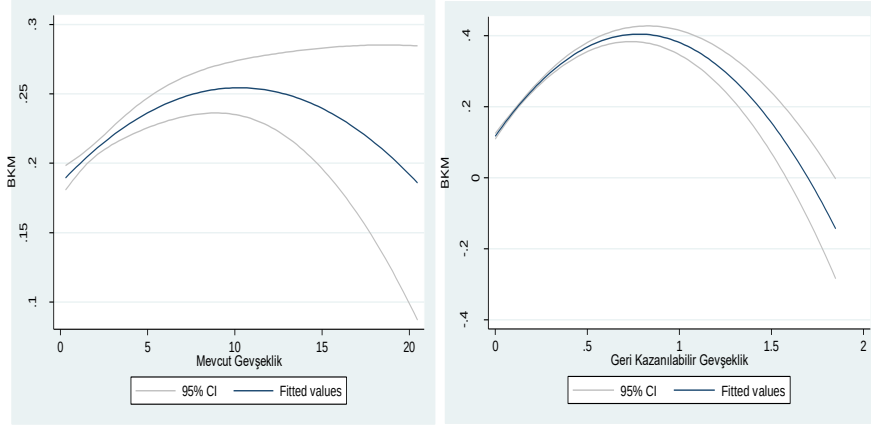
Kriz sonrası dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişeni olan BKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz sonrası döneminde BKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi

sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.18'a göre Model 23, kriz sonrası dönem için performans değişkeni olan BKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 24 ise BKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.18'e göre her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 23'e göre, mevcut gevşeklik ile BKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında %10 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Potansiyel gevşeklik ile BKM arasında ise anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki vardır. Dolayısıyla mevcut gevşeklik ve geri kazanılabilir gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 24'da kriz sonrası dönemde, gevşeklik türleri ile BKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde mevcut gevşeklik ile BKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında da ters U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesinin (BO^2) anlamlı olmaması nedeniyle, potansiyel gevşeklik ile BKM arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir. Grafik 4.11'de kriz sonrası dönemde gevşeklik türlerinin BKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.11: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki



Model 23'e göre mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 24'de belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile BKM arasında Model 23 ve 24'e göre anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki bulunamamıştır. Grafik 4.11'e göre, mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması BKM'yi artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Bu sonuç dahilinde belli bir seviyeye kadar mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin biriktirilmesi firma performansı açısından gereklidir.

4.6.3.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz sonrası dönemde ROA bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.19'da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.19: Kriz Sonrası Döneminde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Sonrası Dönem (2010-2014) Bağımlı Değişken: ROA	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 25 (Doğrusal)	FGLS Model 26 (Kuadratik)
CO	0,00774*** (0,000649)	0,00675*** (0,000996)	0,00702*** (0,000905)	0,00973*** (0,000917)	0,0205*** (0,00162)
SGA	-0,104*** (0,0102)	-0,0409*** (0,0148)	-0,0545*** (0,0136)	-0,0460*** (0,00912)	-0,0827*** (0,0155)
BO	-0,000539** (0,000270)	-0,000468** (0,000233)	-0,000486** (0,000232)	-0,000152 (0,000242)	-4,57e-05 (0,000237)
CO ²					-0,000913*** (0,000121)
SGA ²					0,0520*** (0,0197)
BO ²					-2,26e-06 (2,88e-06)
Sabit Terim	0,0329*** (0,00247)	0,0256*** (0,00318)	0,0271*** (0,00454)	0,0125*** (0,00248)	0,00120 (0,00322)
Gözlem Sayısı	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,101	0,026	0,184		
Wald chi2				135,93***	226,83***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		747,07	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		102,23	[0,0000]		
Hausman Testi:		5,82	[0,1207]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		2847,19	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,0044761			
Baltagi-Wu LBI:		1,1839343			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz sonrası dönem için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan ROA üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz sonrası dönemde ROA bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5’den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir.

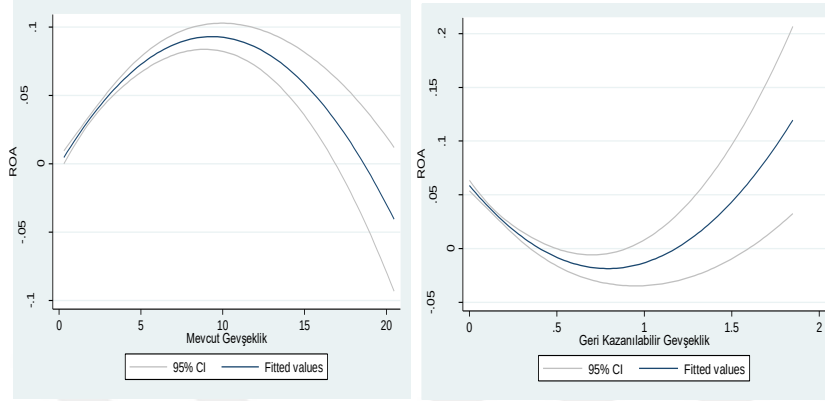
Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.19'a göre, Model 25 kriz sonrası dönem için performans değişkeni olan ROA ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 26 ise ROA ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.19'da her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 25'e göre, mevcut gevşeklik ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında ise arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmişken, potansiyel gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 26'da kriz sonrası döneminde gevşeklik türleri ile ROA arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde mevcut gevşeklik ile ROA arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz sonrası dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesinin (BO^2) anlamlı olmaması nedeniyle, potansiyel gevşeklik ile ROA arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir.

Grafik 4.12’de kriz sonrası dönemde gevşeklik türlerinin ROA ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.12: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki



Model 25’e göre mevcut gevşeklik ile ROA arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 26’da belirlenmiştir. Model 25’e göre geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin de eğrisel olduğu Model 26’da belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında Model 25 ve 26’da anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki belirlenmemiştir. Grafik 4.12’e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA’yı da artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artışı belli bir seviyeye kadar NKM’yi azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklerken, geri kazanılabilir gevşeklik açısından ise sonuç, sadece belli bir seviyenin üzerinde gerçekleşen artışların performansı olumlu etkilemesi nedeniyle kısmen desteklemektedir.

4.6.3.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz sonrası dönemde ROE bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.20’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.20: Kriz Sonrası Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Sonrası Dönem (2010-2014) Bağımlı Değişken: ROE	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 27 (Doğrusal)	FGLS Model 28 (Kuadratik)
CO	-0,0176*** (0,00560)	-0,00856 (0,0105)	-0,0163** (0,00668)	-0,000222 (0,00161)	-0,000790 (0,00327)
SGA	-0,123 (0,0882)	0,261* (0,156)	-0,0460 (0,104)	-0,0688*** (0,0249)	-0,113*** (0,0426)
BO	-0,112*** (0,00233)	-0,119*** (0,00246)	-0,115*** (0,00236)	-0,0563*** (0,00454)	-0,0539*** (0,00465)
CO ²					-1,88e-05 (0,000197)
SGA ²					0,0686 (0,0537)
BO ²					5,28e-05 (0,000110)
Sabit Terim	0,239*** (0,0213)	0,170*** (0,0335)	0,228*** (0,0258)	0,113*** (0,00772)	0,115*** (0,0100)
Gözlem Sayısı	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,513	0,532	0,454		
Wald chi2				174,88***	164,99***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		45,30	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		0,72	[0,1985]		
Hausman Testi:		48,85	[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		1,1e+07	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		1,9008827			
Baltagi-Wu LBI:		1,8158158			

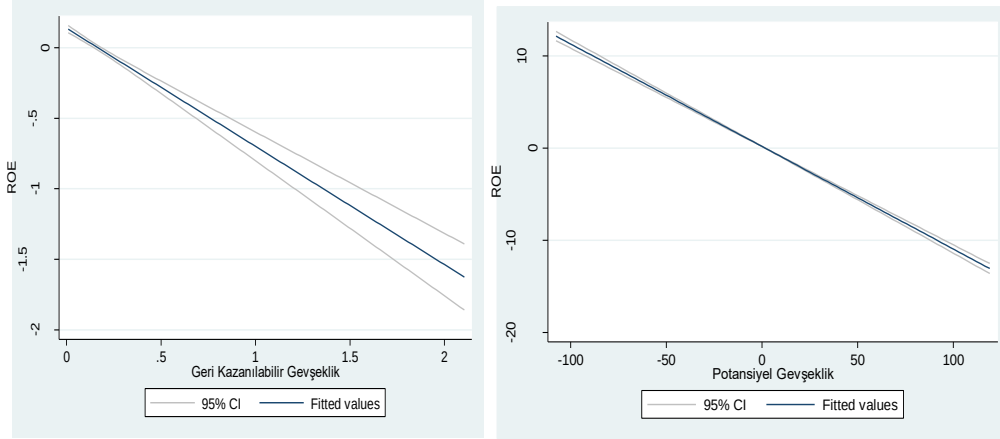
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz sonrası dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişeni olan ROE üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz sonrası döneminde ROE bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu, zaman etkisinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile

sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun varolduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.20'ye göre Model 27, kriz sonrası dönem için performans değişkeni olan ROE ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 28 ise ROE ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.20'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 27'e göre, mevcut gevşeklik ile ROE arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki tespit edilmişken, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile ROE arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik türleri için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 28'de kriz sonrası döneminde gevşeklik türleri ile ROE arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) anlamlı olmadığından, mevcut gevşeklik ile ROE arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 1 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) anlamlı olmadığından, kriz sonrası dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile ROE arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından, potansiyel gevşeklik ile ROE arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.13'de kriz sonrası dönemde gevşeklik türlerinin ROE ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.13: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki

Model 27 ve 28'e göre mevcut gevşeklik ile ROE arasında anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Model 27'ye göre geri kazanılabilir gevşeklik ile ROE arasında anlamlı negatif doğrusal bir ilişki varken, Model 28'de eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROE arasında Model 27'ye göre anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmuşken, Model 28'de eğrisel bir ilişki bulunamamıştır. Grafik 4.13'e göre, geri kazanılabilir artışı ROE'yi azaltmaktadır. Borçlanmanın artışı (potansiyel gevşekliğin azalışı) ROE'yi azaltmaktadır.

Geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlar ile tutarlı değilken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarlıdır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, potansiyel gevşekliğin artışı (borçlanmanın azalması) performansı da artırdığından örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir.

4.6.3.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz sonrası dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.21'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.21: Kriz Sonrası Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Sonrası Dönem (2010-2014) Bağımlı Değişken: Tobin Q	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 29 (Doğrusal)	FGLS Model 30 (Kuatratik)
CO	0,209*** (0,0196)	0,0517** (0,0207)	0,0632*** (0,0201)	0,0218*** (0,00583)	0,0144 (0,0107)
SGA	0,00996 (0,308)	0,290 (0,306)	0,262 (0,300)	0,104** (0,0505)	0,228** (0,1000)
BO	-0,000467 (0,00814)	0,00125 (0,00484)	0,00110 (0,00484)	0,00108* (0,000592)	0,00206*** (0,000639)
CO ²					0,000721 (0,000893)
SGA ²					-0,107 (0,0969)
BO ²					-2,05e-05*** (6,05e-06)
Sabit Terim	0,926*** (0,0743)	1,229*** (0,0659)	1,208*** (0,156)	0,867*** (0,0240)	0,866*** (0,0284)
Gözlem Sayısı	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,050	0,004	0,075		
Wald chi2				23,59***	37,81***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:	2242,51 [0,0000]				
Zaman Etki (LR) Testi:	0,00 [1,0000]				
Hausman Testi:	5,90 [0,1166]				
Breusch-Pagan (LM) Testi:	10097,91 [0,0000]				
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:	0,93621817				
Baltagi-Wu LBI:	1,0117126				

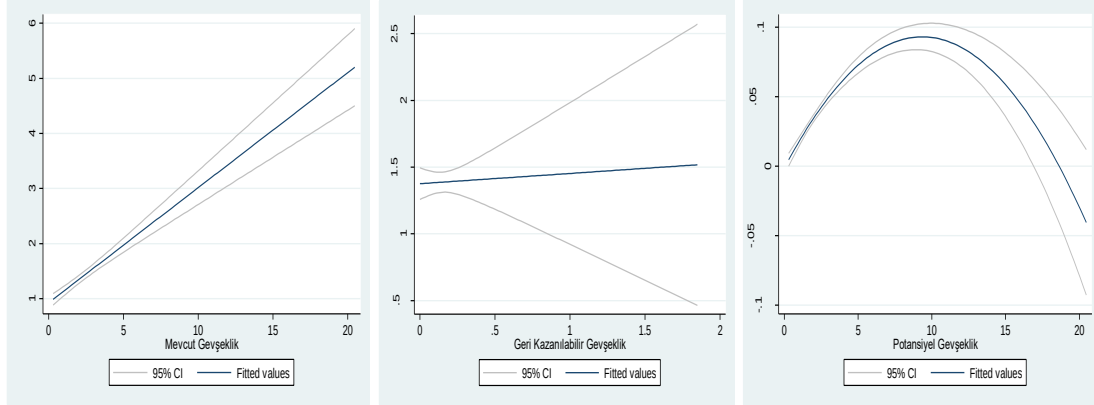
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz sonrası dönem için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan Tobin Q üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Kriz sonrası dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu, zaman etkisinin ise olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5’den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test

edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı daha dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.21'e göre Model 29, kriz sonrası dönem için performans değişkeni olan Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 30 ise Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.21'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 29'a göre, mevcut gevşeklik ile Tobin Q arasında % 1, geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasında % 5 ve potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında % 10 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla tüm gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 30'a göre kriz sonrası dönemde gevşeklik türleri ile Tobin Q arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ile mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) anlamlı olmadığından mevcut gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel bir ilişkinin olmadığı belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 5 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesinin (SGA^2) anlamlı olmaması nedeniyle, geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ile potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Grafik 4.14'de kriz sonrası dönemde gevşeklik türleri ile Tobin Q arasındaki ilişki gösterilmiştir.

Grafik 4.14: Kriz Sonrası Dönemde Gevşeklik Türleri İle Tobin Q Arasındaki İlişki

Model 29’da tüm gevşeklik türleri ile Tobin Q arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Model 30’da ise sadece potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel anlamlı bir ilişkiye rastlanılmıştır. Grafik 4.14’e göre mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin artması Tobin Q’yu da artırmaktadır. Borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) Tobin Q’yu da artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemekteyken, örgütsel iktisat teorilerini (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) desteklememektedir. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, potansiyel gevşekliğin (borçlanmanın) çok az ya da çok fazla olmasının performans açısından zararlı olduğunu göstermektedir. Yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar firma performansını olumlu etkilediği söylenebilir.

4.6.4. Tüm Dönem (2005-2014)

Bölümün bu kısmında, ele alınan tüm dönem (2005-2014) için tüm bağımlı değişkenlerin (NKM, BKM, ROA, ROE, TOBİN Q) bağımsız değişkenlerle olan ilişkileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiş, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişki belirlenmiştir.

4.6.4.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada tüm dönemde NKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve

Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.22’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.22: Tüm Dönemde NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Tüm Dönem (2005-2014) Bağımlı Değişken: NKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 31 (Doğrusal)	FGLS Model 32 (Kuadratik)
CO	1,68e-06 (4,84e-05)	1,51e-05 (3,83e-05)	1,46e-05 (3,83e-05)	2,30e-06 (1,70e-05)	0,0123*** (0,00109)
SGA	-0,908*** (0,0258)	-0,997*** (0,0296)	-0,990*** (0,0290)	-0,369*** (0,0215)	-0,0848*** (0,0223)
BO	-0,00200*** (0,000685)	-0,000758 (0,000561)	-0,000807 (0,000560)	-0,000506* (0,000300)	-0,000859*** (0,000316)
CO²					-2,53e-06*** (2,23e-07)
SGA²					-0,244*** (0,0391)
BO²					-5,59e-06** (2,22e-06)
Sasbit Terim	0,182*** (0,00541)	0,195*** (0,00539)	0,194*** (0,0150)	0,0984*** (0,00390)	0,0382*** (0,00305)
Gözlem Sayısı	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,219	0,209	0,236		
Wald chi2				295,02***	352,35***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi: 1813,39 [0,0000]					
Zaman Etki (LR) Testi: 11,14 [0,0004]					
Hausman Testi: 4,27 [0,2338]					
Breusch-Pagan (LM) Testi: 12910,65 [0,0000]					
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson: 0,93621817					
Baltagi-Wu LBI: 1,0117126					

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Tüm dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişkeni olan NKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tüm dönemde NKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5’den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar

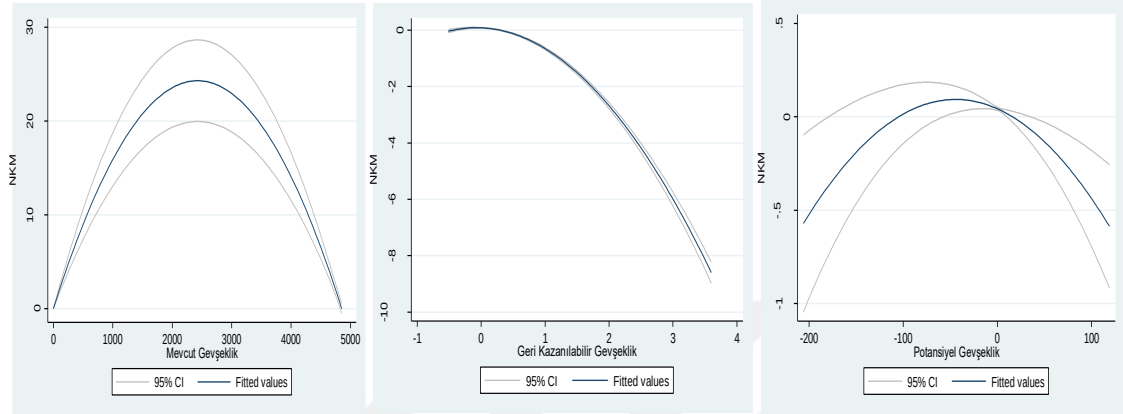
verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.22'ye göre Model 31, tüm dönem için performans değişkeni olan NKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 32 ise NKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.22'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 31'e göre, mevcut gevşeklik ile NKM arasında anlamlı olmayan pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında ise % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki, potansiyel gevşeklik ile NKM arasında % 10 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmektedir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 32'de tüm dönemde gevşeklik türleri ile NKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, mevcut gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, tüm dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Potansiyel gevşeklik (BO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, potansiyel

gevşekliğin karesi (BO^2) % 5 düzeyinde anlamlı olduğundan potansiyel gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuştur. Grafik 4.15’de tüm dönemde gevşeklik türlerinin NKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.15: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle NKM Arasındaki İlişki



Model 31’e göre mevcut gevşeklik ile NKM arasında doğrusal anlamlı bir ilişki yokken, Model 32’de eğrisel anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile NKM arasında negatif anlamlı doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 32’de görülmektedir. Grafik 4.15’ya göre, mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliklerin belli bir seviyeye kadar artması NKM’yi artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalması (borçlanmanın artması) NKM’yi artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklerken, örgütsel iktisat teorilerini (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) desteklemektedir. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, çok az ya da çok fazla potansiyel gevşeklik (borçlanma) performans açısından olumsuzken, belli bir seviyeye kadar borçlanmanın performansı artırdığını göstermektedir.

4.6.4.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada tüm dönemde BKM bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.23’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.23: Tüm Dönemde BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Tüm Dönem (2005-2014) Bağımlı Değişken: BKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 33 (Doğrusal)	FGLS Model 34 (Kuatratik)
CO	-9,08e-06 (2,44e-05)	8,83e-06 (1,50e-05)	8,47e-06 (1,50e-05)	7,41e-06 (2,12e-05)	0,00371*** (0,000658)
SGA	0,301*** (0,0130)	0,000409 (0,0116)	0,0113 (0,0115)	0,0156** (0,00751)	0,0283*** (0,0106)
BO	-0,000542 (0,000345)	0,000186 (0,000219)	0,000174 (0,000220)	-7,37e-05 (0,000102)	-8,44e-05 (0,000112)
CO ²					-7,62e-07*** (1,35e-07)
SGA ²					-0,00965 (0,00845)
BO ²					-2,96e-07 (9,33e-07)
Sabit Terim	0,168*** (0,00272)	0,213*** (0,00211)	0,212*** (0,00851)	0,198*** (0,00271)	0,190*** (0,00293)
Gözlem Sayısı	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,110	0,000	0,242		
Wald chi2				5,05	41,64***
Prob. Değ.				0,1683	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		3943,91	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		46,24	[0,0000]		
Hausman Testi:		101,18	[0,0000]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		53557,95	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		0,5072911			
Baltagi-Wu LBI:		0,59754954			

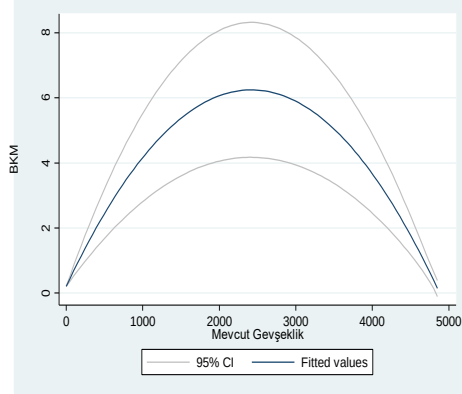
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Tüm dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişkeni olan BKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tüm dönemde BKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi

sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.23'a göre Model 33, tüm dönem için performans değişkeni olan BKM ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 34 ise BKM ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.23'de Model 33'ün anlamlı olmadığı, Model 34'ün ise % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 33 anlamlı olmadığından gevşeklik türleri ile BKM arasındaki doğrusal ilişkiye yönelik değerlendirme yapılamamaktadır.

Model 34'de tüm dönemde gevşeklik türleri ile BKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesi (CO²) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan mevcut gevşeklik ile BKM arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 1 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesinin (SGA²) anlamlı olmaması nedeniyle, tüm dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile BKM arasında eğrisel ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO²) anlamlı olmadığından, potansiyel gevşeklik ile BKM arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.16'de tüm dönemde mevcut gevşekliğin BKM ile olan ilişkisi yer almaktadır.

Grafik 4.16: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle BKM Arasındaki İlişki

Model 33 anlamlı olmadığından gevşeklik türleri ile BKM arasındaki doğrusal ilişki değerlendirilememiştir. Model 34'e göre ise yalnızca mevcut gevşeklik ile BKM arasında eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.16'ya göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması BKM'yi artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlılık gösterirken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır.

4.6.4.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada tüm dönemde ROA bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.24'de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.24: Tüm Dönemde ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Tüm Dönem (2005-2014) Bağımlı Değişken: ROA	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 35 (Doğrusal)	FGLS Model 36 (Kuatratik)
CO	9,92e-07 (1,41e-05)	5,92e-06 (1,15e-05)	5,70e-06 (1,15e-05)	-4,22e-07 (6,21e-06)	0,00969*** (0,000657)
SGA	-0,0897*** (0,00751)	-0,0432*** (0,00889)	-0,0476*** (0,00867)	-0,0375*** (0,00653)	-0,0916*** (0,00976)
BO	-0,000732*** (0,000199)	-0,000142 (0,000169)	-0,000173 (0,000168)	-0,000211 (0,000163)	-0,000409** (0,000192)
CO ²					-1,99e-06*** (1,35e-07)
SGA ²					0,0323*** (0,00510)
BO ²					-2,71e-06** (1,29e-06)
Sabit Terim	0,0459*** (0,00157)	0,0381*** (0,00162)	0,0388*** (0,00408)	0,0283*** (0,00164)	0,0172*** (0,00217)
Gözlem Sayısı	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,033	0,006	0,095		
Wald chi2				34,24***	301,46***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		1539,63	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		217,73	[0,0000]		
Hausman Testi:		14,43	[0,0024]		
Değiştirilmiş Wald Testi:		18914,14	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		0,99199866			
Baltagi-Wu LBI:		1,0611237			

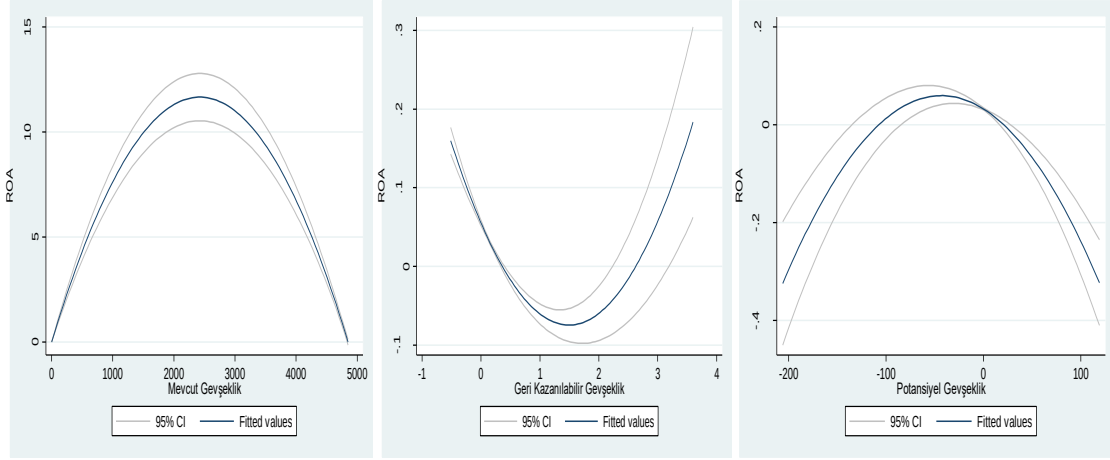
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Tüm dönem için gevşeklik türlerinin, performans değişkeni olan ROA üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tüm dönemde ROA bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin olması Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır.

Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.24'e göre Model 35, tüm dönem için performans değişkeni olan ROA ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 36 ise ROA ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.24'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 35'e göre, mevcut gevşeklik ile ROA arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında ise % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut ve potansiyel gevşeklik türleri için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 36'da tüm dönemde gevşeklik türleri ile ROA arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan mevcut gevşeklik ile ROA arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ve geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, tüm dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 5 düzeyinde anlamlı olduğundan, potansiyel gevşeklik ile ROA arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.17'de tüm dönemde gevşeklik türlerinin ROA ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.17: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROA Arasındaki İlişki

Model 35'e göre mevcut gevşeklik ile ROA arasında doğrusal anlamlı bir ilişki yokken, Model 36'de eğrisel anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir gevşeklik ile ROA arasında anlamlı negatif doğrusal ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 36'da belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik ile ROA arasında model 35'te anlamlı doğrusal ilişki belirlenememişken, bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 36'da görülebilmektedir. Grafik 4.17'ye göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA'yı da artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı ROA'yı azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalışı (borçlanmanın artışı) ROA'yı artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeden sonraki artışları için örgütsel teori akımlarının varsayımlarını desteklemektedir. Yani aşırı geri kazanılabilir gevşeklik biriktirilmesi firma performansını artırmaktadır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuçlar, çok az ya da çok fazla potansiyel gevşekliğin performans için olumsuz olacağını göstermektedir.

4.6.4.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada tüm dönemde ROE bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve

Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.25’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.25: Tüm Dönemde ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Tüm Dönem (2005-2014) Bağımlı Değişken: ROE	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 37 (Doğrusal)	FGLS Model 38 (Kuatratik)
CO	-6,26e-05 (0,000149)	-6,78e-06 (0,000145)	-4,01e-05 (0,000147)	-4,59e-06 (1,21e-05)	0,00411*** (0,000990)
SGA	-0,103 (0,0795)	-0,0230 (0,112)	-0,0854 (0,0885)	-0,0851*** (0,0130)	-0,201*** (0,0209)
BO	-0,162*** (0,00211)	-0,173*** (0,00213)	-0,166*** (0,00211)	-0,151*** (0,00247)	-0,0736*** (0,00298)
CO²					-8,43e-07*** (2,03e-07)
SGA²					0,0646*** (0,0110)
BO²					0,00108*** (2,99e-05)
Sabit Terim	0,230*** (0,0166)	0,228*** (0,0205)	0,231*** (0,0198)	0,179*** (0,00459)	0,122*** (0,00543)
Gözlem Sayısı	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,575	0,607	0,278		
Wald chi2				3764,33***	7673,81***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi: 171,79 [0,0000]					
Zaman Etki (LR) Testi: 0,73 [0,1966]					
Hausman Testi: 452,56 [0,0024]					
Değiştirilmiş Wald Testi: 4,5e+07 [0,0000]					
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson: 1,7961272					
Baltagi-Wu LBI: 1,8006978					

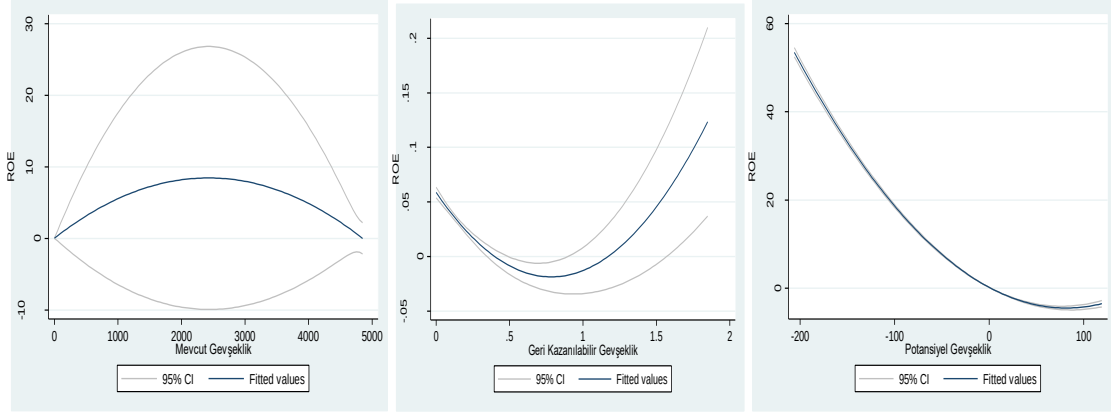
Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Tüm dönem için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan ROE üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tüm dönemde ROE bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu, zaman etkinin ise olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan)

karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun varolduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.25'e göre Model 37, tüm dönem için performans değişkeni olan ROE ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 38 ise ROE ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.25'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 37'ye göre, mevcut gevşeklik ile ROE arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile ROE arasında % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmektedir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 38'de tüm dönemde gevşeklik türleri ile ROE arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, tüm gevşeklik türleri ile tüm gevşeklik türlerinin karesi % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan gevşeklik türleri ile ROE arasında eğrisel bir ilişki vardır. Ancak mevcut gevşeklik ile ROE arasında ters U şeklinde eğrisel, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile ROE arasında U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.18'de tüm dönemde gevşeklik türlerinin ROE ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.18: Tüm Dönemde Gevşeklik Türleri İle ROE Arasındaki İlişki

Model 37'ye göre mevcut gevşeklik ile ROE arasında doğrusal anlamlı ilişki yokken, Model 38'de eğrisel anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile ROE arasında anlamlı negatif doğrusal ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkilerin eğrisel olduğu Model 38'de tespit edilmiştir. Grafik 4.18'e göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması ROE'yi artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir düzeye kadar artışı ROE'yi azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalması (borçlanmanın artışı) ROE'yi azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlıdır. Geri kazanılabilir gevşeklik açısından ise sonuç, geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışlar (aşırı faaliyet giderine katlanması) için örgütsel teori akımlarının varsayımlarını desteklemektedir. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, borçlanmanın çok az ya da çok fazla olmasının performansı olumlu etkilediğini göstermektedir.

4.6.4.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni

Araştırmada tüm dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.26'da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.26: Tüm Dönemde Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Tüm Dönem (2005-2014) Bağımlı Değişken: Tobin Q	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 39 (Doğrusal)	FGLS Model 40 (Kuatratik)
CO	2,49e-05 (0,000296)	-4,83e-05 (0,000199)	-4,69e-05 (0,000199)	-5,32e-05 (3,48e-05)	0,00864*** (0,00300)
SGA	0,0803 (0,158)	-0,145 (0,154)	-0,136 (0,152)	0,0891*** (0,0301)	0,0898* (0,0490)
BO	-0,00414 (0,00418)	-6,04e-05 (0,00292)	-0,000143 (0,00291)	0,000847* (0,000472)	0,000763 (0,000485)
CO ²					-1,78e-06*** (6,15e-07)
SGA ²					-0,00543 (0,0297)
BO ²					-5,58e-06 (4,03e-06)
Sabit Terim	1,203*** (0,0330)	1,234*** (0,0280)	1,233*** (0,107)	0,803*** (0,0195)	0,799*** (0,0189)
Gözlem Sayısı	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,000	0,000	0,000		
Wald chi2				13,66***	23,70***
Prob. Değ.				0,0034***	0,0006***
Birim Etki (LR)Testi:		3147,91	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		42,21	[0,0000]		
Hausman Testi:		0,58	[0,9021]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		26562,86	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		0,56243774			
Baltagi-Wu LBI:		0,5879468			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Tüm dönem için gevşeklik türlerinin, bir diğer performans değişkeni olan Tobin Q üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tüm dönemde Tobin Q bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5'den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle

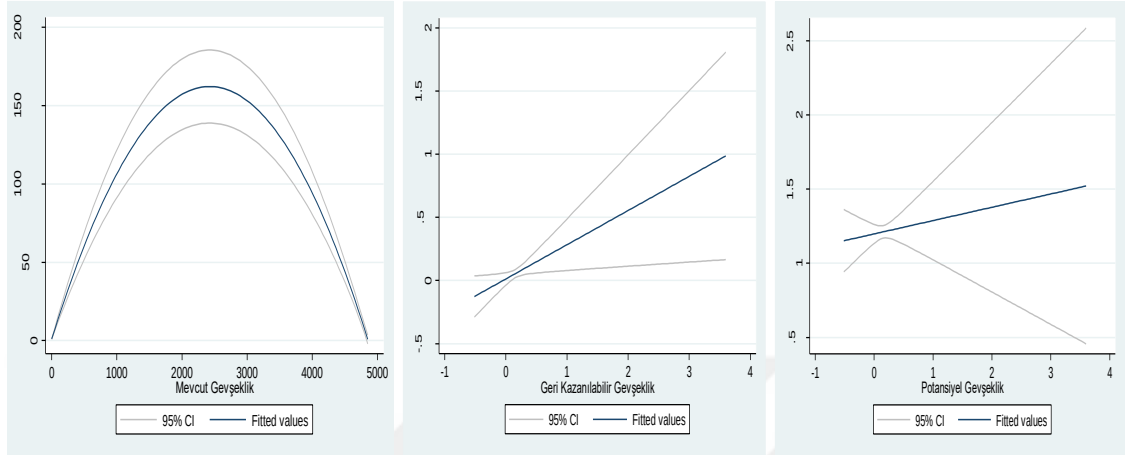
birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.26'ya göre Model 39, tüm dönem için bir diğer performans değişkeni olan Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 40 ise Tobin Q ile gevşeklik türleri arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.26'da her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 39'a göre mevcut gevşeklik ile Tobin Q arasında anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki belirlenmişken, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında sırasıyla % 1 ve % 10 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmektedir. Geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Model 40'da tüm dönemde gevşeklik türleri ile Tobin Q arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere yine her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan mevcut gevşeklik ile Tobin Q arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 10 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) anlamlı olmadığından, tüm dönemde geri kazanılabilir gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel ilişki belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından, tüm dönemde geri kazanılabilir

gevşeklik ile Tobin Q arasında eğrisel ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.19'da tüm dönemde gevşeklik türlerinin Tobin Q ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.19: Tüm Dönemde Mevcut Gevşeklik İle Tobin Q Arasındaki İlişki



Model 39'a göre mevcut gevşeklik ile Tobin Q arasında anlamlı ilişki belirlenememişken, Model 40'da anlamlı eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Model 39'da geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile Tobin Q arasında anlamlı pozitif ilişki belirlenmişken, Model 40'da anlamlı eğrisel ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.19'a göre, mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması Tobin Q'yu artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artması Tobin Q'yu da artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin azalması (borçlanmanın artması) Tobin Q'yu artırmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklerken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, borçlanma arttıkça performans da arttığından örgütsel teori akımlarının varsayımlarını desteklememektedir.

4.6.5. Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi Performans

Arasındaki İlişki

Araştırmada finansal gevşekliğin biriktirilmesinin firmalara özellikle kriz dönemlerinde olumlu etki ederek, firmaların krizden daha kolay çıkmalarına olanak sağlayabileceğinden bahsedilmişti. Dolayısıyla araştırmanın bu kısmında, kriz

öncesinde biriktirilen finansal gevşekliklerin kriz döneminde firma performansı üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Bu anlamda firmaların kriz öncesi dönemdeki (2006-2007) gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki (2008-2009) performans değişkenleri arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmaktadır. Her bir bağımlı değişken (NKM, BKM, ROA, ROE ve TOBİN Q) için ayrı ayrı analiz yapılmıştır.

4.6.5.1. Net Kar Marjı (NKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi NKM bağımlı değişkeni arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfî Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.27’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.27: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi NKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi (2006-2007) Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: NKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 41 (Doğrusal)	FGLS Model 42 (Kuatratik)
	0,0184*** (0,00359)	-0,00199 (0,00589)	0,00573 (0,00488)	0,0133*** (0,00175)	0,0306*** (0,00430)
SGA	-0,868*** (0,0468)	-0,843*** (0,0419)	-0,852*** (0,0404)	-0,355*** (0,0428)	-0,0943** (0,0424)
BO	-1,20e-05 (0,00109)	0,000963 (0,000751)	0,000867 (0,000749)	0,000148 (0,000898)	-0,00188 (0,00161)
CO²					-0,00128*** (0,000390)
SGA²					-0,208*** (0,0630)
BO²					-1,52e-05* (9,18e-06)
Sabit Terim	0,0881*** (0,0144)	0,135*** (0,0163)	0,117*** (0,0222)	0,0454*** (0,00667)	-0,0178** (0,00819)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,308	0,351	0,264		
Wald chi2				107,96***	136,15***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:	458,30		[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:	5,08		[0,0121]		
Hausman Testi:	10,31		[0,0161]		
Değiştirilmiş Wald Testi:	1,1e+06		[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:	1,1787864				
Baltagi-Wu LBI:	1,4803171				

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türlerinin, kriz dönemindeki performans değişkeni olan NKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. NKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans

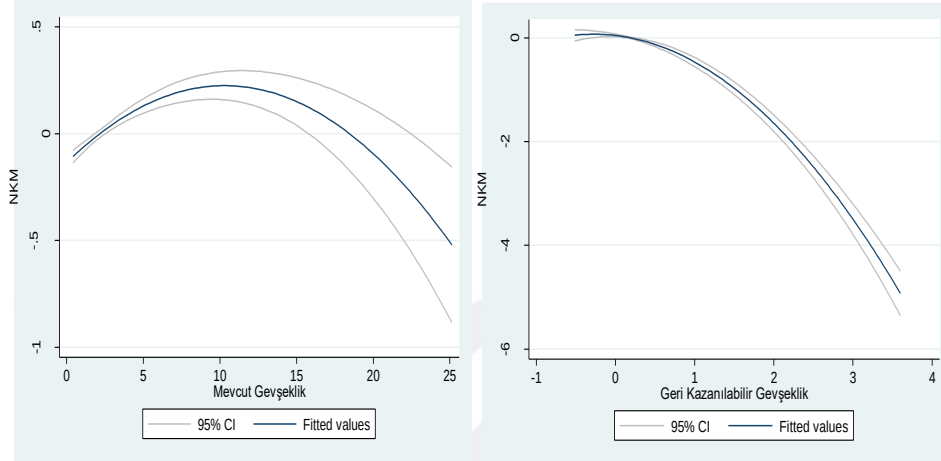
(heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.27'ye göre Model 41, kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki NKM değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 42 ise kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile NKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.27'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 41'e göre, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile NKM arasında ise % 1 düzeyinde anlamlı negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Potansiyel gevşeklik ile NKM arasında anlamlı olmayan pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 42'de kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile NKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) ve mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 5 düzeyinde anlamlıyken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) anlamlı değilken, potansiyel gevşekliğin

karesi (BO^2) % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında eğrisel bir ilişki tespit edilememiştir. Grafik 4.20’de kriz öncesi gevşeklik türlerinin kriz dönemi NKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.20: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi NKM Arasındaki İlişki



Model 41’de kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında anlamlı doğrusal bir ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 42’den anlaşılmaktadır. Model 41’de kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında doğrusal ilişkinin olduğu belirlenmiş olup, aslında bu ilişkinin de eğrisel olduğu Model 42’den anlaşılmaktadır. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi NKM arasında Model 41 ve 42’ye göre doğrusal ya da eğrisel bir ilişki yoktur. Grafik 4.20’ye göre, kriz öncesi mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması kriz döneminde NKM’yi artırırken, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır. Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarıyla tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır.

4.6.5.2. Brüt Kar Marjı (BKM) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi BKM bağımlı değişkeni arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.28’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.28: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi BKM Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi (2006-2007) Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: BKM	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 43 (Doğrusal)	FGLS Model 44 (Kuatratik)
	0,000589	0,00179	0,000980	0,00298**	0,00693***
	(0,00203)	(0,00295)	(0,00257)	(0,00121)	(0,00238)
SGA	0,228***	0,0534**	0,0737***	0,0445**	0,118***
	(0,0265)	(0,0209)	(0,0205)	(0,0185)	(0,0282)
BO	-0,000611	-5,30e-05	-0,000106	-5,94e-05	-0,00167***
	(0,000614)	(0,000376)	(0,000378)	(0,000190)	(0,000491)
CO²					-0,000278*
					(0,000161)
SGA²					-0,0238
					(0,0250)
BO²					-8,52e-06***
					(2,74e-06)
Sabit Terim	0,170***	0,194***	0,193***	0,191***	0,174***
	(0,00813)	(0,00817)	(0,0125)	(0,00524)	(0,00649)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,081	0,009	0,18		
Wald chi2				12,39***	43,04***
Prob. Değ.				0,0061***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi: 630,96 [0,0000]					
Zaman Etki (LR) Testi: 9,68 [0,0009]					
Hausman Testi: 26,87 [0,0000]					
Değiştirilmiş Wald Testi: 4,3e+05 [0,0000]					
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson: 1,0748068					
Baltagi-Wu LBI: 1,2364049					

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türlerinin, kriz dönemindeki diğer bir performans değişkeni olan BKM üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. BKM bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5'den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen

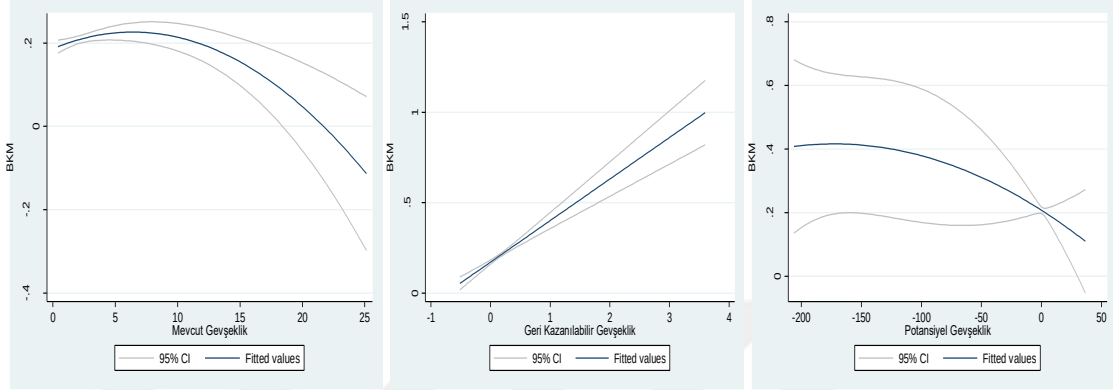
varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 28'e göre Model 43, kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki BKM değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 44 ise kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile BKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.28'de her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 43'e göre, kriz öncesi mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında % 5 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla kriz öncesi mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 44'de kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi BKM arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, mevcut gevşekliğin karesi (CO^2) % 10 düzeyinde anlamlı olduğundan, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel bir ilişki vardır. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 1 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) anlamlı olmadığından, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında eğrisel bir ilişki yoktur. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) % 1 düzeyinde

anlamalı olduğundan, kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel bir ilişki vardır. Grafik 4.21’de kriz öncesi gevşeklik türlerinin kriz dönemi BKM ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.21: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi BKM Arasındaki İlişki



Model 43’e göre kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında doğrusal anlamlı ilişki belirlenmişken, aslında bu ilişkinin eğrisel olduğu Model 44’den anlaşılmaktadır. Model 43’e göre kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuşken, Model 44’de eğrisel ilişkiye rastlanılmamıştır. Model 43’de kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi BKM arasında anlamlı doğrusal ilişki yokken, Model 44’de eğrisel ilişki belirlenmiştir. Grafik 4.21’e göre, kriz öncesi dönemdeki mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması BKM’yi artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Geri kazanılabilir gevşekliğin artması BKM’yi de artırmaktadır. Potansiyel gevşekliğin belli bir seviyeye kadar azalması (borçlanmanın artması) BKM’yi artırmakta, belli bir seviyeden sonra ise azaltmaktadır.

Mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik açısından sonuçlar, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuç, potansiyel gevşekliğin çok az ya da çok fazla olması performansı olumsuz etkilediğini ifade etmektedir.

4.6.5.3. Varlıkların Kazanma Gücü (ROA) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi ROA bağımlı değişkeni arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En

Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.29’da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.29: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROA Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi (2006-2007) Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: ROA	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 45 (Doğrusal)	FGLS Model 46 (Kuatratik)
	0,00752*** (0,00116)	0,00544** (0,00218)	0,00667*** (0,00165)	0,00653*** (0,00102)	0,0107*** (0,00222)
SGA	-0,0376** (0,0151)	0,00957 (0,0155)	-0,00231 (0,0146)	-0,0116 (0,00961)	-0,0607*** (0,0182)
BO	0,00182*** (0,000351)	0,00179*** (0,000278)	0,00180*** (0,000276)	0,00108** (0,000498)	-0,000187 (0,000954)
CO ²					-0,000263 (0,000185)
SGA ²					0,0177*** (0,00595)
BO ²					-8,15e-06 (5,48e-06)
Sabit Terim	0,00207 (0,00464)	3,29e-06 (0,00604)	-0,00125 (0,00692)	-0,00262 (0,00379)	-0,00240 (0,00534)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R ²	0,084	0,059	0,100		
Wald chi2				45,33***	70,10***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi:		274,93	[0,0000]		
Zaman Etki (LR) Testi:		9,82	[0,0009]		
Hausman Testi:		5,38	[0,1458]		
Breusch-Pagan (LM) Testi:		543,91	[0,0000]		
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson:		0,56243774			
Baltagi-Wu LBI:		0,5879468			

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türlerinin, kriz dönemindeki diğer performans değişkeni olan ROA üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. ROA bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da

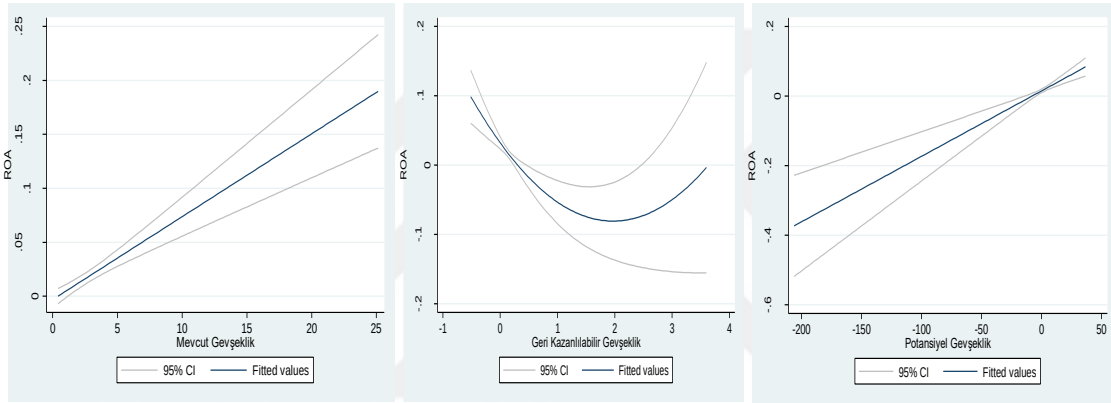
Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5'den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.29'da Model 45, kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki ROA değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 46 ise kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile ROA arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.29'da her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 45'e göre, kriz öncesi mevcut ve potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında ise anlamlı olmayan negatif doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla mevcut ve potansiyel gevşeklik türleri için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik için ise H_0 hipotezi kabul edilmiş olup, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 46'da kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemi ROA arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, mevcut gevşekliğin karesinin (CO^2) anlamlı olmaması

nedeniyle, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında eğrisel bir ilişki yoktur. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) ile geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA^2) % 1 düzeyinde anlamlı olduğundan kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında anlamlı U şeklinde eğrisel ilişki vardır. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesi (BO^2) anlamlı olmadığından, kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında eğrisel bir ilişki yoktur. Grafik 4.22’de kriz öncesi gevşeklik türlerinin kriz dönemi ROA ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.22: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROA Arasındaki İlişki



Model 45’e göre kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında anlamlı pozitif doğrusal ilişki belirlenmişken, Model 46’da eğrisel ilişki belirlenmemiştir. Model 45’de kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında anlamlı doğrusal bir ilişki belirlenmemişken, Model 46’da eğrisel ilişki belirlenmiştir. Model 45’de kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROA arasında anlamlı pozitif doğrusal ilişki belirlenmişken, Model 46’da eğrisel ilişki belirlenmemiştir. Grafik 4.22’ye göre, kriz öncesi mevcut gevşekliğin artışı kriz döneminde ROA’yı da artırmaktadır. Kriz öncesi geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı kriz dönemindeki ROA’yı azaltırken, belli bir seviyeden sonra artırmaktadır. Kriz öncesi potansiyel gevşekliğin azalması (borçlanmanın artması) kriz döneminde ROA’yı artırmaktadır.

Mevcut gevşeklik açısından sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet teorisi ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır. Geri kazanılabilir gevşeklik açısından,

kriz öncesi geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışı performansı da artırdığından kısmen örgütsel teori akımlarının varsayımlarını desteklemektedir. Potansiyel gevşeklik açısından ise sonuçlar, potansiyel gevşekliğin azalışı (borçlanmanın artışı) performansı artırdığından örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlı değildir.

4.6.5.4. Özkaynakların Kazanma Gücü (ROE) Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi ROE bağımlı değişkeni arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.30'da modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.30: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROE Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi (2006-2007) Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: ROE	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 47 (Doğrusal)	FGLS Model 48 (Kuatratik)
	0,0146	-0,000749	0,0144	0,00750***	0,0134***
	(0,0114)	(0,0278)	(0,0125)	(0,00127)	(0,00300)
SGA	-0,297**	0,0609	-0,251	-0,0277	-0,0735*
	(0,149)	(0,197)	(0,155)	(0,0282)	(0,0444)
BO	0,00138	-0,00190	0,000723	0,00317	0,00344
	(0,00347)	(0,00354)	(0,00343)	(0,00539)	(0,00610)
CO²					-0,000395*
					(0,000212)
SGA²					0,0227
					(0,0157)
BO²					9,06e-05
					(0,000138)
Sabit Terim	-0,00535	-0,0205	-0,0115	-0,00640	-0,00875
	(0,0458)	(0,0771)	(0,0494)	(0,00737)	(0,0106)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,007	0,001	0,077		
Wald chi2				35,73***	39,04***
Prob. Değ.				0,0000***	0,0000***
Birim Etki (LR)Testi: 4,65 [0,0155]					
Zaman Etki (LR) Testi: 0,01 [0,4708]					
Hausman Testi: 13,21 [0,0042]					
Değiştirilmiş Wald Testi: 2,7e+08 [0,0000]					
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson: 1,03369445					
Baltagi-Wu LBI: 1,1875848					

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türlerinin, kriz dönemindeki diğer performans değişkeni olan ROE üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. ROE bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim etkinin olduğu, zaman etkinin olmadığı belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre ise Sabit Etkiler Tahmincisinin geçerli olduğuna (p değeri % 5’den küçük olduğundan) karar verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans

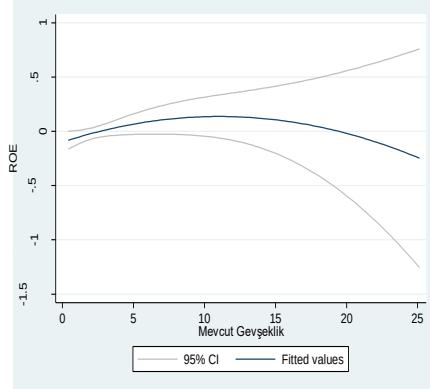
(heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına göre ise varyansların birimlere göre değişmediğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiş olup (p değeri % 1 düzeyinde anlamlı olduğu için), varyansların birimlere göre değiştiği yani birimlere göre değişen varyansın olduğu belirlenmiştir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre hem Modified Bhargava et al. Durbin-Watson hem de Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Panel veri analizi tahmin sonuçlarını olumsuz etkileyen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı nedeniyle Sabit Etkiler Modeli yerine, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.30'da Model 47, kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki ROE değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 48 ise kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile ROE arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tablo 4.30'da her iki modelin de % 1 düzeyinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Model 47'e göre, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında % 1 düzeyinde anlamlı pozitif doğrusal bir ilişki tespit edilmişken, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında ise anlamlı olmayan negatif doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında anlamlı olmayan pozitif doğrusal ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla mevcut gevşeklik için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, H_1 hipotezi kabul edilmişken, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için H_0 hipotezi kabul edilmiş, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Model 48'de kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile ROE arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını test etmek üzere her bir bağımsız değişkenin karesi alınarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, mevcut gevşeklik (CO) % 1 düzeyinde anlamlı iken, mevcut gevşekliğin karesinin (CO²) % 10 düzeyinde anlamlı olması nedeniyle, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında anlamlı ters U şeklinde eğrisel bir ilişki belirlenmiştir. Geri kazanılabilir gevşeklik (SGA) % 10 düzeyinde anlamlı iken, geri kazanılabilir gevşekliğin karesi (SGA²) anlamlı olmadığından, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında eğrisel bir ilişki

belirlenememiştir. Potansiyel gevşeklik (BO) ve potansiyel gevşekliğin karesinin (BO^2) anlamlı olmaması nedeniyle, kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.23’de kriz öncesi gevşeklik türlerinin kriz dönemi ROE ile olan ilişkileri yer almaktadır.

Grafik 4.23: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi ROE Arasındaki İlişki



Model 47’ye göre kriz öncesi gevşeklik türlerinden sadece mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında doğrusal anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Model 47’e göre kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasındaki doğrusal ilişkinin model 48’e göre aslında eğrisel olduğu belirlenmiştir. Model 47 ve 48’de kriz öncesi geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi ROE arasında anlamlı doğrusal ya da eğrisel bir ilişki belirlenememiştir. Grafik 4.23’e göre, kriz öncesi dönemde mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışı kriz dönemindeki ROE’yi de artırırken, belli bir seviyeden sonra azaltmaktadır. Mevcut gevşeklik açısından bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarlıyken, örgütsel iktisat teorileri (vekalet ve kaynak kısıtlar teorisi) ile tutarsızdır.

4.6.5.5. Tobin Q Bağımlı Değişkeni

Araştırmada kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi Tobin Q bağımlı değişkeni arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere statik panel tahmin modelleri olan Havuzlanmış En Küçük Kareler (Klasik Model), Sabit Etkiler ve Tesadüfî Etkiler modelleri ile FGLS modeli tahmin sonuçları hazırlanmıştır. Tablo 4.31’de modellere ait tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.31: Kriz Öncesi Gevşeklik Türleri İle Kriz Dönemi Tobin Q Bağımlı Değişkeni İçin Panel Tahmin Sonuçları

Kriz Öncesi (2006-2007) Kriz Dönemi (2008-2009) Bağımlı Değişken: Tobin Q	Havuzlanmış EKK	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli	FGLS Model 49 (Doğrusal)	FGLS Model 50 (Kuatratik)
	0,0569***	0,00458	0,0127	-0,000781	-0,00422
	(0,0108)	(0,0120)	(0,0112)	(0,00575)	(0,0103)
SGA	0,0963	-0,0135	-0,0147	0,000867	-0,0466
	(0,142)	(0,0855)	(0,0844)	(0,0545)	(0,0876)
BO	0,000311	0,00145	0,00140	0,000348	0,000873
	(0,00328)	(0,00153)	(0,00153)	(0,000532)	(0,00183)
CO²					0,000312
					(0,000610)
SGA²					0,0244
					(0,0486)
BO²					2,84e-06
					(9,49e-06)
Constant	0,737***	0,883***	0,863***	0,740***	0,750***
	(0,0434)	(0,0333)	(0,0693)	(0,0239)	(0,0288)
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880
Firma Sayısı	110	110	110	110	110
R²	0,031	0,001	0,037		
Wald chi2				0,45	1,13
Prob. Değ.				0,9302	0,9803
Birim Etki (LR)Testi: 1031,69 [0,0000]					
Zaman Etki (LR) Testi: 14,40 [0,0001]					
Hausman Testi: 4,09 [0,2517]					
Breusch-Pagan (LM) Testi: 1946,61 [0,0000]					
Modified Bhargava et al. Durbin-Watson: 1,291101					
Baltagi-Wu LBI: 1,5159071					

Not: *,**,*** işaretleri sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ise p değerini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türlerinin, kriz dönemindeki diğer performans değişkeni olan Tobin Q üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, öncelikle en uygun tahmin modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Klasik Modelin (Havuzlanmış EKK) geçerli olup olmadığını belirlemek üzere birim ve zaman etkilerin varlığı, Olabilirlik Oranı testi (LR testi) ile sınanmıştır. Tobin Q bağımlı değişkeni için yapılan LR testi sonuçlarına göre, birim ve zaman etkinin olduğu belirlenmiş olup, birim etkinin varlığı Klasik Modelin kullanılmasının uygun olmamasına sebebiyet vermektedir. Sonrasında Sabit ya da Tesadüfi Etkiler modellerinden hangisinin uygun olacağını belirlemek üzere Hausman Testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre Tesadüfi Etkiler Tahmincisinin (p değerinin % 5’den büyük olması nedeniyle) geçerli olduğuna karar

verilmiştir. Son olarak ise panel veri analizi tahminlerinin etkinliğini engelleyen değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiştir. Öncelikle birimlere göre değişen varyansın varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre, model homoskedastik bir varyansa sahiptir şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş olup (% 1 düzeyinde anlamlı olduğundan), modelin değişen varyans (heteroskedasite) içerdiği belirlenmiştir (Tatoğlu, 2018: 234). Otokorelasyonun varlığını test etmek için ise Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre, Modified Bhargava et al. Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu test sonuçları 2'den küçük olduğundan tesadüfi etkiler modelinde birinci mertebeden otokorelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Test sonuçları değişen varyans ve otokorelasyonun varlığını gösterdiğinden Tesadüfi Etkiler Modeli yerine, bu sorunlara karşı dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalize Least Square (FGLS)) modeli uygulanmıştır.

Tablo 4.31'de Model 49, kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile kriz dönemindeki Tobin Q değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken, Model 50 ise kriz öncesi dönemdeki gevşeklik türleri ile Tobin Q arasındaki eğrisel ilişkinin varlığını açıklamaktadır. Tabloya bakıldığında her iki modelin de anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Model 49 ve Model 50'nin anlamsız olması nedeniyle kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi Tobin Q arasındaki ilişkiye yönelik olarak değerlendirme yapılamamaktadır. Tablo 4.32'de ise yapılan analiz sonuçlarında gevşeklik türleri ile performans değişkenleri arasındaki ilişkilerin özeti yer almaktadır.

Tablo 4.32: Gevşeklik Türleri İle Performans Değişkenleri Arasındaki İlişkinin Özeti

<i>Bağımlı Değişkenler (Performans Oranları)</i>	<i>Bağımsız Değişkenler (Gevşeklik Oranları)</i>		
	Mevcut Gevşeklik	Geri Kazanılabılır Gevşeklik	Potansiyel Gevşeklik
<i>Kriz Öncesi Dönem (2005-2007)</i>			
NKM	Ters U	Negatif Doğrusal	Ters U
BKM	Ters U	Pozitif Doğrusal	Ters U
ROA	Ters U	U	Ters U
ROE	Ters U	U	U
TOBİN Q	Pozitif Doğrusal	Pozitif Doğrusal	Anlamlı ilişki yok
<i>Kriz Dönem (2008-2009)</i>			
NKM	Ters U	Negatif Doğrusal	Anlamlı ilişki yok
BKM	Anlamlı ilişki yok	Pozitif Doğrusal	U
ROA	Ters U	U	Anlamlı ilişki yok
ROE	Ters U	U	U
TOBİN Q	Model Anlamsız	Model Anlamsız	Model Anlamsız
<i>Kriz Sonrası Dönem (2010-2014)</i>			
NKM	Ters U	U	Anlamlı ilişki yok
BKM	Ters U	Ters U	Anlamlı ilişki yok
ROA	Ters U	U	Anlamlı ilişki yok
ROE	Anlamlı ilişki yok	Negatif Doğrusal	Negatif Doğrusal
TOBİN Q	Pozitif Doğrusal	Pozitif Doğrusal	Ters U
<i>Tüm Dönem (2005-2014)</i>			
NKM	Ters U	Ters U	Ters U
BKM	Ters U	Anlamlı ilişki yok	Anlamlı ilişki yok
ROA	Ters U	U	Ters U
ROE	Ters U	U	U
TOBİN Q	Ters U	Pozitif Doğrusal	Pozitif Doğrusal
<i>Kriz Öncesi Gevşeklik ile Kriz Dönemi Performans Arasındaki İlişki</i>			
NKM	Ters U	Ters U	Anlamlı ilişki yok
BKM	Ters U	Pozitif Doğrusal	Ters U
ROA	Pozitif Doğrusal	U	Pozitif Doğrusal
ROE	Ters U	Anlamlı ilişki yok	Anlamlı ilişki yok
TOBİN Q	Model Anlamsız	Model Anlamsız	Model Anlamsız

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu araştırmada, BİST Sınai Endeksinde yer alan firmaların kriz döneminde finansal gevşekliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini incelemek amaçlanmıştır. Bu amaçla 2005-2014 yılları arasında BİST Sınai Endeksinde yer alan ve ilgili dönemde veri devamlılığı sağlayan 110 firmanın çeyrek dönemlik finansal verileri ele alınmıştır. Araştırma dönemi kendi içerisinde kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası olmak üzere üç döneme ayrılarak her bir dönem ve tüm dönem bazında finansal gevşekliklerin firma performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bununla birlikte kriz öncesi finansal gevşekliklerin kriz dönemindeki performansa etkisi de incelenmiştir.

Araştırmanın ilk bölümünde kriz, finansal kriz, finansal kriz türleri, finansal kriz modelleri, finansal krizlerin nedenleri ve 2008 finansal krizi ele alınmıştır. İkinci bölümde gevşeklik kavramı, gevşeklik türleri, gevşekliğin performans üzerindeki etkisi ve finansal gevşeklik kavramı üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde gevşeklik üzerine literatürde yer alan araştırmalardan bahsedilmiştir. Dördüncü bölümde ise araştırma amaçlarına uygun olarak BİST Sınai Endeksinde yer alan firmalar üzerine uygulama yapılarak araştırma sonlandırılmıştır.

Araştırmada finansal gevşekliği temsil eden üç bağımsız değişken; mevcut gevşeklik (cari oran), geri kazanılabilir gevşeklik (satış, genel ve yönetim harcamaları/satışlar oranı) ve potansiyel gevşeklik (borç/özkaynak) belirlenmiştir. Firma performansını temsil ettiği düşünülen beş bağımlı değişken (net kar marjı, brüt kar marjı, varlıkların kazanma gücü, özkaynakların kazanma gücü ve tobin q oranları) belirlenmiştir. Araştırmanın amaçlarına uygun olarak elde edilen bu veriler, panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Yapılan testler sonucunda, Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) modeli ile değişkenler arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişki tahmin edilmiştir.

Araştırmanın analizinde ilk olarak kriz öncesi dönemde (2005-2007) bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri üzerindeki etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. İlk bağımlı değişken olan net kar marjı (NKM) ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiş, mevcut ve potansiyel gevşeklik ile NKM arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki, NKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında

negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Bir diğer bağımlı değişken olan brüt kar marjı (BKM) ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide ise BKM ile mevcut ve potansiyel gevşeklik türleri arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, geri kazanılabilir gevşeklik arasında pozitif doğrusal ilişki belirlenmiştir. Bir diğer bağımlı değişken varlıkların kazanma gücü (ROA) ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROA ile mevcut ve potansiyel gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel, geri kazanılabilir gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Özkaynakların kazanma gücü (ROE) bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROE ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki, mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Tobin Q bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; Tobin Q ile mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik arasında pozitif doğrusal ilişki belirlenmişken, potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kriz öncesi dönemde (2005-2007) tüm sonuçlar değerlendirildiğinde, mevcut gevşeklik ile beş performans değişkeninden dördü arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde ise pozitif doğrusal ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğu, yani mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artmasının firma performansına olumlu etki ettiği, belli bir seviyeden sonra ise bu olumlu etkinin olumsuzla döndüğü söylenebilir. Bu sonuç, Tan ve Peng (2003), Chiu ve Liaw (2009), Wefald vd. (2010) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Ayrıca bu sonuç, gevşekliğin performansa olumlu etkisinin olduğunu savunan örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki, ikisinde pozitif doğrusal ilişki, birinde ise negatif doğrusal bir ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasındaki ilişkiye yönelik olarak genel bir değerlendirmede bulunmanın zor olduğu söylenebilir. Potansiyel gevşeklik ile beş performans değişkeninden üçü arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki, birinde U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuş, birinde ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla anlamlı dört değişkenden üçü ters U şeklinde eğrisel ilişki gösterdiğinden, potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artışı (potansiyel gevşekliğin

azalması) performansa olumlu etki ederken, belli bir seviyenin aşılması durumunda ise olumlu etki olumsuzla dönmektedir. Ancak borçlanması artması potansiyel gevşekliği düşürdüğünden bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile tutarsızdır. Elde edilen bu sonuç, George (2005), Chiu ve Liaw (2009) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Araştırmanın analizinde bir sonraki dönem olan kriz döneminde (2008-2009) bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri üzerindeki etkileri de ayrı ayrı incelenmiştir. İlk bağımlı değişken olan NKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiş, NKM ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, NKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında ise negatif doğrusal ilişki bulunmuşken, NKM ile potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan BKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; BKM ile mevcut gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamışken, BKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında pozitif doğrusal ilişki, BKM ile potansiyel gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bir diğer bağımlı değişken ROA ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROA ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, ROA ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuşken, ROA ile potansiyel gevşeklik arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. ROE bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROE ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, ROE ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Tobin Q bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki doğrusal ya da eğrisel ilişkiye yönelik olarak yapılan modelin anlamsız olması nedeniyle değerlendirme yapılamamıştır.

Kriz dönemi (2008-2008) içerisinde tüm sonuçlar değerlendirildiğinde, mevcut gevşeklik ile beş performans değişkeninden üçü arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuşken, birinde anlamlı bir ilişki bulunamamış, birinde ise model anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla kriz döneminde mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğu, yani mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artışının firma performansına olumlu etki ettiği, belli bir seviyeden sonra ise bu olumlu etkinin olumsuzla döndüğü söylenebilir. Mevcut gevşeklik için elde edilen bu sonuç, kriz öncesi dönemdeki sonuçlarla ve Tan ve Peng (2003), Chiu ve Liaw (2009), Wefald

vd. (2010) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Ayrıca bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel ilişki, birinde negatif doğrusal ilişki, birinde pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuşken, birinde ise model anlamsızdır. Dolayısıyla dört anlamlı ilişkiden ikisi U şeklinde eğrisel ilişkiyi gösterdiğinden, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkinin U şeklinde eğrisel olduğu söylenebilir. Yani geri kazanılabilir gevşekliğin çok az ya da çok fazla olması firma performansı olumlu etkilemektedir. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışlar performansı da artırdığından, bu sonuç gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğunu iddia eden örgütsel teori akımlarını (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını kısmen desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik için elde edilen bu sonuç, Chiu ve Liaw'ın (2009) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Potansiyel gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuş, ikisinde anlamlı ilişki bulunamamış, birinde ise model anlamsızdır. Anlamlı olan iki sonucun da potansiyel gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğunu göstermesi nedeniyle, potansiyel gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) firma performansını azaltmakta iken, belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır. Bu sonuç, çok az ya da çok fazla potansiyel gevşekliğin firma performansını olumlu etkilediğini göstermektedir.

Araştırmanın analizinde, kriz sonrası dönemde (2010-2014) bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkileri de ayrı ayrı incelenmiştir. İlk bağımlı değişken olan NKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiş; NKM ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişki, NKM ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuş, NKM ile potansiyel gevşeklik arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan BKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; BKM ile mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türleri arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuşken, BKM ile potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan ROA ile finansal gevşeklik türleri

arasındaki ilişkide; ROA ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, ROA ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında U şeklinde bir eğrisel ilişki bulunmuşken, ROA ile potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. ROE bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROE ile mevcut gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış, ROE ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik türleri arasında negatif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Tobin Q bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; Tobin Q ile mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik türleri arasında pozitif doğrusal ilişki, Tobin Q ile potansiyel gevşeklik arasında ise ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur.

Kriz sonrası dönem (2010-2014) içerisinde tüm sonuçlar değerlendirildiğinde, mevcut gevşeklik ile beş performans değişkeninden üçü arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde pozitif doğrusal ilişki bulunmuş, birinde ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla mevcut gevşeklik ile anlamlı olan dört performans değişkeninden üçü arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olması, mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Yani mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması firma performansına olumlu etki etmekte, belli bir seviyeden sonra ise olumlu etki olumsuzla dönmektedir. Mevcut gevşeklik için elde edilen bu sonuç, kriz öncesi ve kriz dönemindeki sonuçlarla ve Tan ve Peng (2003), Chia ve Ching (2009), Wefald vd. (2010) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel ilişki, birinde ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde negatif doğrusal, birinde ise pozitif doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik olarak genel bir değerlendirmede bulunmanın zor olduğu söylenebilir. Ancak geri kazanılabilir gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel, birinde ise negatif doğrusal ilişki olması, kesin olmamakla birlikte, geri kazanılabilir gevşekliğin artmasının belli bir seviyeye kadar performansı olumsuz etkileyebileceğini göstermektedir. Potansiyel gevşeklik ile beş performans değişkeninden biri arasında negatif doğrusal ilişki, birinde ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuş, üçünde ise anlamlı ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla potansiyel gevşeklik

ile performans arasındaki ilişkiye yönelik olarak genel bir değerlendirmede bulunulamamıştır.

Araştırmanın analizinde, tüm dönem (2005-2014) dikkate alınarak bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri üzerindeki etkileri de ayrı ayrı incelenmiştir. İlk bağımlı değişken olan NKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiş, NKM ile tüm gevşeklik türleri arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bir diğer bağımlı değişken olan BKM ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; BKM ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuşken, BKM ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan ROA ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROA ile mevcut ve potansiyel gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, ROA ile geri kazanılabilir gevşeklik arasında U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. ROE bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; ROE ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, ROE ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında ise U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Tobin Q bağımlı değişkeni ile finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; Tobin Q ile mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, Tobin Q ile geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında pozitif doğrusal ilişki bulunmuştur.

Tüm dönem (2005-2014) içerisinde elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, mevcut gevşeklik ile performans değişkenlerinin tamamı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla mevcut gevşeklik ile firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğu, yani mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artmasının firma performansına olumlu etki ettiği, belli bir seviyeden sonra ise olumlu etkinin olumsuzla döndüğü söylenebilir. Mevcut gevşeklik için elde edilen bu sonuçlar kriz öncesi, kriz sırası ve kriz sonrası dönemdeki sonuçlarla ve Tan ve Peng (2003), Chia ve Ching (2009), Wefald vd. (2010) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Bu sonuç, örgütsel teori akımlarını (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Geri kazanılabilir gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında U şeklinde eğrisel ilişki, birinde ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde pozitif doğrusal ilişki bulunmuş, birinde ise anlamlı ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla dört anlamlı ilişkinin ikisinde U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmesi nedeniyle, geri kazanılabilir gevşeklik ile firma performansı arasındaki

ilişkinin U şeklinde eğrisel olduğu söylenebilir. Bu bağlamda geri kazanılabilir gevşekliğin çok az ya da çok fazla olması firma performansı olumlu etkilemektedir. Geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışlar performansı da artırdığından, bu sonuç gevşekliğin firma performansına olumlu etkisi olduğunu iddia eden örgütsel teori akımlarını (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını kısmen desteklemekte ve Chiu ve Liaw'ın (2009) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Potansiyel gevşeklik ile beş performans değişkeninden ikisi arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde U şeklinde eğrisel ilişki, birinde pozitif doğrusal ilişki bulunmuş, birinde ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla dört anlamlı ilişkinin ikisinde ters U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmesi nedeniyle, potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğunu söylenebilir. Firmanın borç oranının belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) firma performansını olumlu yönde etkilerken, belli bir seviyeden sonra ise olumsuz etkilemektedir. Yani çok az ya da çok fazla potansiyel gevşeklik firma performansını olumlu etkilemektedir. Bu sonuç, George (2005), Chia ve Ching (2009) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçları ile tutarlılık göstermekte olup, borcun azalmasının performansı olumlu yönde etkileyeceğini iddia eden örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklememektedir.

Araştırmada son olarak kriz öncesi finansal gevşeklik türlerinin firma performansını nasıl etkileyebileceğini belirlemek üzere, kriz öncesi finansal gevşeklik türleri (2006-2007) ile kriz dönemi performans değişkenleri (2008-2009) arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk bağımlı değişken olan kriz dönemi NKM ile kriz öncesi finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişki doğrusal ya da eğrisel olarak incelenmiş, kriz dönemi NKM ile kriz öncesi mevcut ve geri kazanılabilir gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Kriz dönemi NKM ile kriz öncesi potansiyel gevşeklik arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan kriz dönemi BKM ile kriz öncesi finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; kriz dönemi BKM ile kriz öncesi mevcut ve potansiyel gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, kriz dönemi BKM ile kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik arasında ise pozitif doğrusal ilişki bulunmuştur. Bir diğer bağımlı değişken olan kriz dönemi ROA ile kriz öncesi finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; kriz dönemi ROA ile kriz öncesi mevcut

ve potansiyel gevşeklik arasında pozitif doğrusal ilişki, kriz dönemi ROA ile kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik arasında ise U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Kriz dönemi ROE bağımlı değişkeni ile kriz öncesi finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkide; kriz dönemi ROE ile kriz öncesi mevcut gevşeklik arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuşken, kriz dönemi ROE ile kriz öncesi geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kriz dönemi Tobin Q bağımlı değişkeni ile kriz öncesi finansal gevşeklik türleri arasındaki ilişkiye yönelik olarak belirlenen modellerin anlamsız olmaması nedeniyle kriz dönemi Tobin Q ile kriz öncesi gevşeklik türleri arasındaki ilişkiye yönelik olarak değerlendirme yapılamamıştır.

Kriz öncesi finansal gevşeklik (2006-2007) türleri ile kriz dönemi performans değişkenleri (2008-2009) dikkate alınarak tüm sonuçlar değerlendirildiğinde; kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi beş performans değişkeninden üçü arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde pozitif doğrusal ilişki bulunmuş, birinde ise model anlamsızdır. Kriz öncesi gevşeklik türleri ile kriz dönemi performans değişkenleri arasındaki dört anlamlı ilişkinin üçünde ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunması nedeniyle, kriz öncesi mevcut gevşeklik ile kriz dönemi firma performansı arasında ters U şeklinde eğrisel ilişkinin olduğu söylenebilir. Yani kriz öncesinde mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artmasının kriz döneminde firma performansını olumlu etkilediği, belli bir seviyeden sonra ise olumlu etkinin olumsuzla döndüğü söylenebilir. Mevcut gevşeklik için elde edilen bu sonuç, Tan ve Peng (2003), Chia ve Ching (2009), Wefald vd. (2010) ve Kim vd.'nin (2017) araştırma sonuçlarıyla benzerlik göstermekte olup, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Bu sonuç bağlamında kriz öncesi dönemde mevcut gevşekliğin biriktirilmesinin kriz döneminde ekonomik sorunlarla başa çıkma noktasında firmalara fayda sağladığı söylenebilir. Kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi beş performans değişkeninden biri arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki, birinde ters U şeklinde eğrisel ilişki, birinde negatif doğrusal ilişki bulunmuş, birinde anlamlı ilişki bulunamamış ve birinde ise model anlamsız çıkmıştır. Bu nedenle kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik olarak genel bir değerlendirme yapmanın zor olduğu söylenebilir. Ancak elde edilen üç anlamlı sonucun birinde ters U şeklinde eğrisel, birinde ise pozitif doğrusal ilişkinin çıkması, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar kriz

döneminde firmaya olumlu etkisinin olabileceği sonucuna götürmektedir. Bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi beş performans değişkeninden ikisi arasında anlamlı ilişki bulunamamış, birinde model anlamsız çıkmış, birinde pozitif doğrusal, birinde ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuştur. Bu veriler ışığında, kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi firma performansı arasındaki ilişkiye yönelik olarak genel bir değerlendirme yapmanın zor olduğu söylenebilir. Ancak anlamlı olan iki sonucun birinde pozitif doğrusal, birinde de ters U şeklinde eğrisel ilişki çıkması, kriz öncesi borçlanmanın fazla olması (potansiyel gevşekliğin az olması) kriz döneminde firmaya olumlu etkisinin olabileceği sonucunu doğurmaktadır. Kriz öncesi dönemde potansiyel gevşekliğin azalması kriz döneminde firma performansını olumlu etkileyebileceği sonucu ise örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımları ile ters düşmektedir.

Elde edilen tüm sonuçlar değerlendirildiğinde, mevcut gevşekliğin ele alınan tüm dönemlerde (kriz öncesi, kriz dönemi, kriz sonrası, tüm dönem ve kriz öncesi ile kriz sonrası ilişkisi) firma performansı ile ters U şeklinde eğrisel ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla firma içerisinde belli bir seviyeye kadar mevcut gevşekliğin biriktirilmesinin firmaların performanslarına olumlu etkisinin olduğu ifade edilebilir. Bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir. Elde edilen bu sonuç dahilinde özellikle son dönemde sıkça kullanılan verimlilik (en az girdi ile en fazla çıktının elde edilmesi) kavramının çok fazla gerçekçi olmadığını, verimlilikten ziyade etkinliğin (amaçlara ulaşma derecesinin) daha önemli olduğunu göstermektedir. Bunun temel nedeni ise günümüzde iç ve dış çevre koşullarının oldukça hızlı değişmesi ve firmaların bu koşullara hızla uyum sağlama zorunluluğudur. Çevresel koşullarda meydana gelen değişikliklere hızla uyum sağlayan firmalar başarılı olurken, diğerleri ise başarısız olmaktadır. Değişikliklere karşı hızlı uyum sağlama ise firma içerisinde yedek kaynakların (finansal gevşeklik) biriktirilmesini zorunlu kılmaktadır. Ayrıca mevcut gevşeklik için elde edilen bu sonuç, çalışma sermayesi politikalarından atılğan (atak) çalışma sermayesi politikasının temel varsayımının, bu araştırma dahilinde geçersiz olabileceğini göstermektedir. Çünkü atılğan çalışma sermayesi politikasına göre, dönen varlıklara daha az, sabit varlıklara ise daha fazla yatırım yapılarak, likidite düşürülmekte ve

böylece karlılık artırılmaktadır. Bu araştırma sonuçlarına göre ise çalışma sermayesinin belli bir seviyeye kadar artırılması performansı da artırmakta iken, belli bir seviyede sonra ise azaltılmaktadır. Dolayısıyla bu veriler dahilinde, ılımlı (dengeli) çalışma sermayesi politikasının tercih edilmesinin firma karlılığı üzerinde daha büyük etkiye sahip olduğu söylenebilir.

Mevcut gevşekliğin belli bir seviyeye kadar firma performansını artırdığı sonucu, mevcut gevşeklik için optimal seviyenin belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu sonuçlar dahilinde mevcut gevşekliğin ne kadar olması gerektiği ile ilgili olarak genel bir değerlendirme yapmak mümkün olmamakla birlikte, her işletme kendi şartlarına uygun olarak gerekli düzeyde çalışma sermayesi belirledikten sonra, beklenmedik durumlara karşı koyabilmek ve çevrenin sunduğu fırsatlardan faydalanabilmek için mevcut gevşeklik biriktirmesi gerekmektedir.

Araştırma analizi ile elde edilen tüm sonuçlar dahilinde, mevcut gevşeklik için sonuçlar kesinlik oluştursa da, geri kazanılabilir ve potansiyel gevşeklik için bu kadar mutlak sonuçlara ulaşılamamıştır. Kriz öncesi (2005-2007) ve kriz sonrası dönemde (2010-2014) geri kazanılabilir gevşeklik performans değişkenleri arasındaki ilişkiye yönelik olarak değerlendirme yapılamamıştır. Kriz dönemi (2008-2009) ve tüm dönemde (2005-2014) ise anlamlı olan dört değişkenin ikisinde geri kazanılabilir gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel ilişki belirlenmiştir. Bu sonuç, kriz dönemi ve tüm dönemde geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışların performansı da artıracağını göstermektedir. Bu bağlamda kriz dönemi ve tüm dönemlerde geri kazanılabilir gevşeklikteki artışın performansı da artıracağı yönündeki örgütsel teori akımlarının varsayımları kısmen desteklenmektedir. Kriz öncesi geri kazanılabilir gevşeklik ile kriz dönemi performans arasındaki ilişkide ise üç anlamlı ilişkinin birinde ters U şeklinde eğrisel, birinde ise pozitif doğrusal ilişki bulunmuştur. Kesin bir hüküm olmamakla birlikte, kriz öncesi geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyeye kadar artması kriz döneminde firma performansını olumlu yönde etkileyebileceğini göstermektedir. Burada kriz öncesi dönemde geri kazanılabilir gevşeklik biriktirilmiş ve kriz döneminde azaltılarak, geri kullanılmak suretiyle performans artışı sağlanmış olabilir. Bu sonuç geri kazanılabilir gevşekliğin, firmaların özellikle kriz dönemlerini daha az zararla atlatabilmeleri noktasında bir tampon görevi

gördüğü iddiasını destekler nitelikte olup, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklemektedir.

Kriz öncesi dönemde (2005-2007) potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuş, yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) performansı olumlu etkilemektedir. Başka bir ifade ile borçlanmanın çok fazla ya da çok az olması performansı olumsuz yönde etkilemektedir. Yani optimal düzeyde borçlanmanın firma performansını artırdığını gösterdiğinden, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklememektedir. Kriz döneminde (2008-2009) potansiyel gevşeklik ile performans arasında U şeklinde eğrisel bir ilişki bulunmuş, yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) performansı düşürmekte, belli bir seviyeden sonra ise artırmaktadır. Bu sonuç, çok az ya da çok fazla potansiyel gevşekliğin firma performansını artırdığını ifade etmektedir. Kriz sonrası dönemde (2010-2014) potansiyel gevşeklik ile performans arasındaki ilişkiye yönelik genel bir hükme varılamamıştır. Tüm dönemde (2005-2014) potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel ilişki bulunmuş, yani borçlanmanın belli bir seviyeye kadar artması (potansiyel gevşekliğin azalması) performansı olumlu etkilemekte, belli bir seviyeden sonra ise olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla belli bir seviyeye kadar borçlanmanın (potansiyel gevşekliğin azaltılmasının) firma performansını artırdığını gösteren bu sonuç, örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklememekte olup, firmaların borcun kaldıraç etkisinden faydalanarak performanslarını artırdıklarını göstermektedir. Kriz öncesi potansiyel gevşeklik ile kriz dönemi performans arasındaki ilişkiye yönelik olarak, iki anlamlı ilişkiden birisi ters U şeklinde eğrisel, birisi ise pozitif doğrusal ilişkiyi gösterdiğinden, kriz öncesinde belli bir seviyeye kadar borçlanmanın (potansiyel gevşekliğin azalması) kriz döneminde performansı artırmaktadır. Bu sonuç da yine örgütsel teori akımlarının (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) varsayımlarını desteklememektedir. Örgütsel teori akımlarına (kaynak temelli teori ve davranışsal teori) göre, potansiyel gevşekliğin artması (borç düzeyinin azalması) ile performansın da artacağı beklenmektedir. Ancak araştırma sonuçlarında böyle bir sonuca hiçbir dönemde ulaşılamamıştır. Kriz öncesi dönemde (2005-2007), tüm dönemde (2005-2014) ve kriz öncesi ile kriz dönemi ilişkisinde, potansiyel gevşeklik ile performans arasında ters U şeklinde eğrisel veya

pozitif doğrusal ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla Sınai Endeksinde yer alan firmaların borçlanmaya bağlı olarak kaldıraç etkisinden faydalanmak suretiyle performanslarını artırmış olabilecekleri bu durumun nedeni olarak söylenebilir.

Özetle elde edilen sonuçlar, finansal gevşekliğin biriktirilmesinin firma performansına olan etkisi gevşeklik türlerine ve ele alınan dönemlere göre değişiklik göstermektedir. Mevcut gevşekliğin ele alınan tüm dönemlerde firma performansına olumlu etki ettiği söylenebilir. Kriz dönemi ve tüm dönemde geri kazanılabilir gevşekliğin belli bir seviyesinden sonraki artışların firma performansını artırdığı ifade edilebilir. Kriz öncesi geri kazanılabilir gevşekliğin varlığı ise kriz döneminde performansa yine olumlu etki etmektedir. Potansiyel gevşeklik açısından ise örgütsel teori akımlarının varsayımlarını destekleyen bir sonuca hiçbir araştırma döneminde ulaşılammıştır. Genel anlamda bu araştırma sonuçları dahilinde, mevcut ve geri kazanılabilir gevşekliğin firma performansına olumlu etkisinin olduğu, potansiyel gevşekliğin ise olumlu etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

KAYNAKLAR

- AKÇALI, B.Y. (2014). *Finansal Krizlerin Öncü Göstergeler Yardımıyla Tahmin Edilmesi ve Türkiye Örneği*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AKGÜÇ, Ö. (2009). Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 42: 6-11.
- AKTAN, C.C. ve ŞEN, H. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenleri ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*. II(42): 1225-1230.
- ALESSANDRI, T., CERRATO, D. & DONATELLA, D. (2014). Organizational Slack, Experience and Acquisition Behavior Across Varying Economic Environments. *Management Decision*. 52(5): 967-982.
- ALLEN, F. & GALE, D. (1998). Optimal Financial Crises. *The Journal Of Finance*. 53(4): 1245-1284.
- ANG, S. & STRAUB, D.W. (1998). Production and Transaction Economies and is Outsourcing: A Study of the US Banking Industry. *MIS quarterly*, 22(4): 535-552.
- ASHCRAFT, A.B. & SCHUERMANN, T. (2008). Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit. Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports. Staff Reports No. 318. pp. 1-76.
- ASHWIN, A.S., KRISHNAN, R.T. & GEORGE, R. (2016). Board Characteristics, Financial Slack and R&D Investments. *International Studies of Management & Organization*. 46(1): 8-23.
- BALOC, R.A., SHA, N. & PANHWAR, K.N. (2014). The Relationship of Slack Resources with Subjective Wellbeing at Work: Empirical Study Of Sugar Mills from Pakistan. *International Strategic Management Review*. 2(2): 89-97.
- BASTI, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

- BOCUTOĞLU, E. ve EKİNCİ, A. (2009). Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası. *Maliye Dergisi*. Ocak- Haziran; 156: 66-82.
- BOERI, T. & GUIO, L. (2008). The First Global Financial Crisis Of The 21st Century. Felton, A., Reinhart, C. (edt.). The Subprime Crisis: Greenspan's Legacy. VoxEU Publication. pp. 31-33.
- BOOTH, L. & CLEARY, S. (2006). *Cash Flow Volatility, Financial Slack and Investment Decisions*.
<http://www.docs.fce.unsw.edu.au/banking/seminar/2006/Cleary.pdf>, Erişim Tarihi: 22.11.2017.
- BOURGEOIS, L.J. (1981). On the Measurement of Organizational Slack. *Academy of Management Review*. 6(1): 29-39.
- BOURGEOIS, L.J. & SINGH, J.V. (1983). Organizational Slack and Political Behavior Among Top Management Teams. *Academy of Management Proceedings*. August. 43-47.
- BOWERS, H.M., MOORE, N.H. & TSE, K.S.M. (2000). Signaling, Financial Slack and Corporate Acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 15(3): 195-216.
- BRADLEY, S.W., ALDRICH, H., SHEPHERD, D.A., & WIKLUND, J. (2011). Resources, Environmental Change, and Survival: Asymmetric Paths of Young Independent and Subsidiary Organizations. *Strategic Management Journal*. 32(5): 486-509.
- BREUER, J.B. (2004). An Exegesis on Currency and Banking Crises. *Journal of Economic Surveys*, 18(3): 293-320.
- BROMILEY, P. (1991). Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance. *Academy of Management Journal*. 34(1): 37-59.
- CARACUEL, J.A., VILLEGAS, J.G., SALAZAR, M.D.V. & MARQUEZ, B.L.D. (2015). International Cultural Diversification and Corporate Social Performance

- in Multinational Enterprises: The Role of Slack Financial Resources. *Management International Review*. 55(3) : 323-353.
- CHANDLER, L.L. (2008). *The Multiple Dimensions Of Slack: Effects On Innovation and Firm Performance During Environmental Shock*. (Published Doctoral Dissertation). Florida: Nova Southeastern University
- CHEN, Y. (2010). *Ownership Structure, Financial Structure and R&D Investments: Evidence From Korean Firms*. (Published Master Dissertation). Singapore: Singapore Management University.
- CHEN, Y.M., YANG, D.H., & LIN, F.J. (2013). Does Technological Diversification Matter to Firm Performance? The Moderating Role of Organizational Slack. *Journal of Business Research*, 66(10): 1970-1975.
- CHENG, J.L. & KESNER, I.F. (1988, August). Responsiveness to Environmental Change: The Interactive Effects of Organizational Slack and Strategic Orientation. In *Academy of Management Proceedings* (No. 1, pp. 165-169). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- CHIU, Y.C. & LIAW, Y.C. (2009). Organizational Slack: Is More or Less Better?. *Journal of Organizational Change Management*. 22(3): 321-342.
- CLAESSENS, S. & KOSE, A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Paper. WP/13/28. 1-65.
- CROTTY, J. (2009). Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture. *Cambridge Journal of Economics*. 33(4): 563-580.
- ÇAKMAK, U. (2007). Para Krizi Modellerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Ekonomik Yaklaşım*. 18(62): 1-31.
- ÇALIŞKAN, Ö.V. (2003). Uluslararası Finansal Krizler. *Ekonomik Yaklaşım*. 14(49): 225-240.

- ÇEMREK, F. ve BURHAN, E. (2014). Petrol Tüketiminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi: Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye Örneği. *Journal of Alanya Faculty of Business/Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 6(3): 47-58.
- DAI, W. & KITILAKSANAWONG, W. (2014). How are Different Slack Resources Translated into Firm Growth? Evidence From China. *International Business Research*. 7(2): 1-12.
- DANIEL, F., LOHRKE, F.T., FORNACIARI, C.J. & TURNER, R.A. (2004). Slack Resources and Firm Performance: A Meta-Analysis. *Journal of Business Research*. 57(6): 565-574.
- DELİCE, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*. 20: 57-81.
- DEMİR, F., KARABIYIK, A., ERMIŞOĞLU, E. ve KÜÇÜK, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. BDDK Çalışma Tebliği, Sayı: 3, Ağustos.
- DEMİRGÜÇ, A.K. & DETRAGIACHE, E. (1998). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*. 45(1): 81-109.
- DIMICK, D.E. & MURRAY, V.V. (1978). Correlates of Substantive Policy Decisions in Organizations: The Case of Human Resource Management. *Academy of Management Journal*. 21(4): 611-623.
- DONADA, C. & DOSTALER, I. (2005). Relational Antecedents of Organizational Slack: An Empirical Study Into Supplier-Customer Relationships. *Management*. 8(2): 25-46.
- DULLIEN, S., KOTTE, D.J., MARQUEZ, A. & PRIEWE, J. (2010). The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries. Editors: Dullien, S., Kotte, D.J., Marquez, A., Priewe, J. United Nations Publication.

- DÜCAN, E. ve AKAL M. (2017). Komşu Ülkelerle Yapılan Dış Ticaretin DYY Girişleri Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Veri Analiz. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. 3(1): 63-80.
- EĞİLMEZ, M. (2010). Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi. İstanbul: Remzi Kitabevi. 6. Baskı.
- ERARSLAN, C. ve TİMURTAŞ, M.E. (2015). Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkisi. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*. 1(2): 17-54.
- ERTUĞRUL, C., İPEK, E. ve ÇOLAK, O. (2010). Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Akademik Fener Dergisi*. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/203476>. Erişim Tarihi: 02.11.2018.
- ERYILMAZ, M. (2005). Bireylerin Bölüm Bazlı Bolluk Algılarının Yüksek Düzeyde Olduğu Durumlarda, Örgütsel Yapı Unsurlarının Yenilik Süreci Üzerine Etkileri. *Akdeniz İİBF Dergisi*. 2005(9): 79-92.
- FILARDO, A., GEORGE, J., LORETAN, M., MA, G., MUNRO, A., SHIM, I., WOOLDRIDGE, P., YETMAN, J., & ZHU, H. (2010). The International Financial Crisis: Timeline, Impact and Policy Responses in Asia and The Pacific. BIS Papers, 52.
- GEIGER, S.W. & CASHEN, L.H. (2002). A Multidimensional Examination Of Slack And Its Impact On Inovation. *Journal Of Managerial Issues*. 14(1): 68-84.
- GEORGE, G. (2005). Slack Resources and the Performance of Privately Held Firms. *Academy of Management Journal*. 48(4): 661-676.
- GOLDSTEIN, M. & TURNER, P. (1996). Banking Crises In Emerging Economies: Origins and Policy Options. Bank For International Settlements. *BIS Economic Papers*. No: 46. October. 1-67.
- GÖÇER, İ. (2013). Küresel Ekonomik Krizin Etkileri: Panel Veri Analizi. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16(29): 163-188.

- GRAL, B. (2014). *How Financial Slack Affects Corporate Performance: An Examination in an Uncertain and Resource Scarce Environment*. Springer Science & Business Media. (Published Master Dissertation). Steyr, Austria.
- GREVE, H.R. (2003). A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovations: Evidence from Shipbuilding. *Academy of Management Journal*, 46(6): 685-702.
- GROSSE, R. (2010). The Global Financial Crisis – A Behavioral View. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1537744. Erişim Tarihi: 01.12.2018.
- GRUENER, A. & RAASTAD, I. (2016). Financial Slack and Firm Performance During an Economic Downturn. The European Business & Management Conference. <https://think.iafor.org/financial-slack-firm-performance-economic-downturn/>. Erişim Tarihi: 16.12.2019.
- GÜRKAN, N. ve ÇAKMAK, A.F. (2016). Örgütlerde Örgütsel Bolluğun Girişimsel Oryantasyon Üzerindeki Etkisi. *Business & Management Studies: An International Journal*. 4(3): 341-365.
- HADLOCK, C.J. & JAMES, C.M. (2002). Do Banks Provide Financial Slack ?. *The Journal Of Finance*. 57(3): 1383-1419.
- HAILU, D.H., WANG, M., AYALEW, M.M. & DINBERU, (2018). Financial Slack and Firm Performance in Africa: The Mediating Effects of the Banking Sector and the Stock Market Development. *Global Journal of Management and Business Research*. 18(7): 30-47.
- HAMBRICK, D. & SNOW, C. (1977). A Contextual Model of Strategic Decision Making in Organizations. *Academy of Management Proceedings*, pp. 109-112.
- HAWAS, A. (2014). *UK Corporate Governance Effects on Investor Behaviour and Firm Performance Before and During Crisis*. (Published Doctoral Dissertation). Luton and Bedford: University of Bedfordshire Business School University of Bedfordshire.

- HEROLD, D.M., JAYARAMAN, N. & NARAYANASWAMY, C.R. (2006). What is the Relationship between Organizational Slack and Innovation ?. *Journal of Managerial Issues*. 18(3): 372-392.
- International Monetary Fund (IMF). (1998). Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>. Erişim Tarihi: 23.10.2018.
- JAFFEE, D.M. (2008). The U.S. Subprime Mortgage Crisis. The World Bank. Working Paper No:28. Washington. pp.1-40.
- JENSEN, M.R.H. (1988). *Testing The Importance of Financial Slack To Explain Stock Price Reaction To Issues Of Corporate Securities*. (Published Doctoral Dissertation). Texas: Texas A&M University.
- JU, M. & ZHAO, H. (2009). Behind Organizational Slack and Firm Performance in China: The Moderating Roles of Ownership and Competitive Intensity. *Asia Pacific Journal of Management*. 26(4): 701-717.
- KAMIŞLI, S. (2015). *Finansal Krizler Kapsamında Avrupa Borsaları İle Borsa İstanbul Arasındaki Oynaklık İlişkisinin Dinamik Koşullu Korelasyon Modelleri ile Analizi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KAMINSKY, G.L. & REINHART, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*. 89(3): 473-500.
- KARACAY, M. (2017). *Slack – Performance Relationship Before, During and After a Financial Crisis: Empirical Evidence from European Manufacturing Firms*. (Published Doctoral Dissertation). Birmingham: Birmingham Business School The University of Birmingham.

- KENDİRLİ, S. ve IRMAK, F. (2018). *Küresel Finansal Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansına Etkisi: BİST İmalat Sanayi Endeksinde Bir Çalışma*. Çizgi Kitabevi. e-Kitap. ISBN: 978-605-196-136-1.
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi. Ekonomik Kriz Özel Sayısı*. 1(41): 1-2.
- KIM, B.N., LEE, N.S., WI, J.H., & LEE, J.K. (2017). The Effects of Slack Resources on Firm Performance and İnnovation in The Korean Pharmaceutical Industry. *Asian Journal of Technology Innovation*, 25(3): 387-406.
- KIM, H., KIM, H. & 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.
- KONAK, F. ve KENDİRLİ, S. (2014). Küresel Finansal Kriz Sürecinde BİST 100 Endeksi’nde Haftanın Günleri Etkisinin Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*. 19(2): 275-286.
- KOVANCILAR, B. (2013). ABD’de Bütçe Açık ve Fazlaları: Tarihsel bir İnceleme. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 20(2): 67-90.
- KRUGMAN, P. (1998). What Happened to Asia?. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. Erişim Tarihi: 10.09.2019.
- KUTLU, H.A. ve DEMİRCİ N.S. (2011). Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. Ekim(52): 121-136.
- LAEVEN, L. & VALENCIA, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. IMF Working Paper. WP/08/224. 1-78.
- LATHAM, S.F. & 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.

- LAWSON, M.B. (2001). In Praise of Slack: Time is of the Essence. *Academy of Management Perspectives*. 15(3): 125-135.
- LEE, S. (2011). How Financial Slack Affects Firm Performance: Evidence from US Industrial Firms. *Journal of Economic Research*. 16(1): 1-27.
- LEE, S. (2012). Corporate Governance, Financial Slack and Firm Performance: A Comparative Study between US and UK. *Seoul Journal of Business*. 18(1): 3-23.
- LEVINTHAL, D. & MARCH, J.G. (1981). A Model of Adaptive Organizational Search. *Journal of Economic Behavior and Organization*. 2: 307-333.
- LEWIS, T. (2013). *A Review and Analysis Of The Effects Of Financial Slack On Firm Innovation*. (Published Doctoral Dissertation). Milwaukee: The University of Wisconsin.
- MARLIN, D. (2014). Industry Influences on Organizational Slack. *Journal of Business & Economics Research*. 12(1): 23-28.
- MARLIN, D. & GEIGER, S.W. (2015). The Organizational Slack and Performance Relationship: A Configurational Approach. *Management Decision*. (53)10: 2339-2355.
- MARSHALL, D. (1998). Understanding The Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure. *Economic Perspectives*. 22(3). 1-16.
- MISHINA, Y., POLLOCK, T.G. & PORAC, J.F. (2004). Are More Resources Always Better for Growth? Resource Stickiness in Market and Product Expansion. *Strategic Management Journal*. 25(12): 1179-1197.
- MISHKIN, F.S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *National Bureau Of Economic Research*. Nber Working Paper Series. Working Paper 5600. 1-49.

- MISHKIN, F.S. (2001). Financial Policies and The Prevention of Financial Crises In Emerging Market Countries. *National Bureau Of Economic Research*. Nber Working Paper Series 8087. 1-40.
- MISHKIN, F.S. & SERLETIS, A. (2007). The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Pearson Education Inc. Second Edition. Canada. <https://spu.fem.uniag.sk/Marian.Toth/finance/20142015/MBFM.pdf>. Erişim Tarihi: 27.10.2018.
- MOCH, M.K. & PONDY, L.R. (1977). The Structure of Chaos: Organized Anarchy as a Response to Ambiguity. *Administrative Science Quarterly*. 22(2): 351-362.
- MORGHEIM, S.M. (2015). *Assessing The Relationship Between Financial Slack And Financial Corporation Performance*. (Published Doctoral Dissertation). Arizona: Northcentral University.
- MOSES, O.D. (1992). Organizational Slack and Risk-Taking Behaviour: Tests Of Product Pricing Strategy. *Journal of Organizational Change Management*. 5(3): 38-54.
- MOUSA, F.T. (2009). *When Do Slack Resources Impact New Venture Success?*. (Published Doctoral Dissertation). Washington: Washington State University.
- MURRO, E.V.B., TEIXEIRA, G.B., BEUREN, I.M., SCHERER, L.M., & LIMA, G.A.S.F.D. (2016). Relationship Between Organizational Slack and Innovation in Companies of Bm&fbovespa. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*. 17(3): 132-157.
- MYERS, S.C. & MAJLUF, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*. 13: 187-221.
- NAMIKI, N. (2013). The Impact of Slack Reduction on Performance Turnaround during the Great Recession: The Case of U.S. Electronics Companies. *Rikkyo Business Review*, 2013(6): 56-62.

- NAMIKI, N. (2016). The Impact of Slack Reduction on Performance Turnaround during the Great Recession: The Case of US Electronics Companies. *Rikkyo Business Review*. 9: 3-12.
- NOHRIA, N. & GULATI, R. (1996). Is Slack Good or Bad for Innovation ?. The Academy of Management Journal. 39(5): 1245-1264.
- NOHRIA, N. & GULATI, R. (1997). What is the Optimum Amount of Organizational Slack? A Study of the Relationship Between Slack and Innovation in Multinational Firms. *European Management Journal*. 15(6): 603-611.
- O'BRIEN, J.P. (2003). The Capital Structure Implications of Pursuing a Strategy of Innovation. *Strategic Management Journal*. 24(5): 415-431.
- OERLEMANS, L. & PRETORIUS, M. (2008). On the Relationship Between Organizational Slack and the Level of Innovation of Firms. In PICMET'08-2008 Portland International Conference on Management of Engineering & Technology (pp. 664-671). IEEE.
- OKTAR, S. ve DALYANCI, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*. 29(2): 1-22.
- Oxford İngilizce-Türkçe Sözlük. (1985). Hürriyet Ofset Matbaacılık ve Gazetecilik A.Ş., Cilt 5.
- ÖZTÜRK, S. ve GÖVDERE, B. (2010). Küresel Finansal Krizi ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*. 15(1): 377-397.
- PAELEMAN, I., FUSS, C. & VANACKER, T. (2013). The Relationship Between Slack Resources and Firms' Exporting Behavior. *National Bank of Belgium (NNB) Working Paper Research*. December. 248: 1-38.

- PANZANO, P.C. & BILLINGS, R.S. (1994). The Influence Of Issue Frame and Organizational Slack On Risky Decision Making: A Field Study. *Academy of Management Best Papers Proceedings*. 377-381.
- PAPATYA, N., PAPATYA, G. ve SONGUR A. (2015). Sürdürülebilir Rekabetçi Üstünlük Sağlamada Kaynak Tabanlı İhracat Performansı: Türkiye İSO-500 İhracatçı İmalat İşletmelerinde Bir Araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 1(21): 1-30.
- PARIDA, V. & ORTQVIST, D. (2015). Interactive Effects of Network Capability, ICT Capability, and Financial Slack on Technology-Based Small Firm Innovation Performance. *Journal of Small Business Management*. 53(S1): 278-298.
- PATZELT, H., SHEPHERD, D.A., DEEDS, D. & BRADLEY, S.W. (2008). Financial Slack And Venture Managers' Decisions To Seek A New Alliance. *Journal of Business Venturing*. 23: 465-481.
- PAZARLIOĞLU, M.V. ve GÜRLER, Ö.K. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*. 44(508): 35-43.
- PESCATORI, A. & SY, A.N.R. (2004). Debt Crises and The Development of International Capital Markets. IMF Working Paper. WP/04/44. 1-32.
- PIÇAK, M., YILMAZ, S. ve GİRAY, Y. (2009). Küresel Ekonomik Sistemde Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı. *Mevzuat Dergisi*. 12(137). <https://www.mevzuatdergisi.com/2009/05a/03.htm>. Erişim Tarihi: 15.09.2019.
- RAFAILOV, D. (2017). Financial Slack and Performance of Bulgarian Firms. *Journal of Finance*. 5(2): 1-13.
- RECEPOĞLU, M. (2017). Turizm İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Dokap İlleri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz. *Social Sciences Studies Journal*. 3(6): 1173-1182.

- ROSNER, M.M. (1968). Economic Determinants of Organizational Innovation. *Administrative Science Quarterly*. 12(4): 614-625.
- SAPIR, J. (2008). Global Finance In Crisis. *Real-World Economics Review*. No: 46. pp. 82-101.
- SARITAŞ, H. ve GÖKÇE, A. (2012). Amerika Birleşik Devletlerinde ve Avrupa Birliği Ülkelerinde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Temel Analizi: Nedenler ve Etkiler. *Pamukkale Üniversitesi SBE Dergisi*. Ocak(11): 39-52.
- SCHIFF, M. & LEWIN, A.Y. (1970). The Impact of People on Budgets. *The Accounting Review*. 45(2): 259-268.
- SEVİM, C. (2012). Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği. BDDK Kitapları No: 11. Ankara.
- SGOUREV, S.V. & VAN LENT, W. (2017). When too many are not Enough: Human Resource Slack and Performance at the Dutch East India Company (1700–1795). *Human Relations*. 70(11): 1-23.
- SHARFMAN, M.P., WOLF, G., CHASE, R.B. & TANSIK, D.A. (1988). Antecedents of Organizational Slack. *E Academy Of Management Review*. 13(4): 601-611.
- SINGH, J.V. (1986). Performance, Slack, and Risk Taking In Organizational Decision Making. *Academy of Management Journal*. 29(3): 562-585.
- SIRMON, D.G., HITT, M.A., & IRELAND, R.D. (2007). Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking Inside the Black Box. *Academy of Management Review*. 32(1): 273-292.
- SMITH, R.L. & KIM, J.H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*. 67(2): 281-310.
- SONGUR, M. (2019). Yapısal Kırılmalar Altında Satın Alma Gücü Paritesi Hipotezinin Geçerliliği: Avrasya Ülkeleri Örneği. *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9(17): 567-586.

- STAN, C.V., PENG, M.W., & BRUTON, G.D. (2014). Slack and the Performance of State-Owned Enterprises. *Asia Pacific Journal of Management*. 31(2): 473-495.
- STEPANYAN, G.G. (2009). *Do Managers Cut Dividends Because They'Have To'?*. (Published Doctoral Dissertation). Indiana: Purdue University West Lafayette.
- STONE, M. (1987). A Financing Explanation for Overfunded Pension Plan Terminations. *Journal of Accounting Research*. 25(2): 317-326.
- SU, M. (2016). *American Cities In Turbulent Economic Times: An Exploration Of Financial Slack In Municipal Finance*. (Published Doctoral Dissertation). Atlanta: Georgia State University and Georgia Institute of Technology.
- SUZUKI, O. (2013). Organizational Slack, Structure, and Learning: A Review of Prior Literature. *Kwansei Gakuin University Social Sciences Review*. 18: 81-99.
- SÜMER, K.K. (2006). White'ın Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (4), 17-24.
- ŞEN, H. ve AKTAN, C.C. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenleri ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. 2(42): 1225-1230.
- ŞENDUR, Y. (2019). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Kar Dağıtım Politikasına Etkisi: BIST'de Bir Uygulama*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ŞENTÜRK, F. (2013). *2008 Küresel Finansal Krizinin Endüstri İşletmelerinin Finansal Yapıları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama Örneği*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TAKEDA, F. (2004). A Twin Crisis Model With Incomplete Information. *The Japanese and International Economies*. 18(1): 38-56.

- TAN, J. & PENG, M.W. (2003). Organizational Slack and Firm Performance During Economic Transitions: Two Studies From an Emerging Economy. *Strategic Management Journal*, 24(13): 1249-1263.
- TARI, R. (2018). *Ekonometri*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları. 13. Baskı.
- TATOĞLU, F.Y. (2018). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.
- TRIANSTIS, G.G. (2000). Financial Slack Policy and the Laws of Secured Transactions. *The Journal of Legal Studies*. 29(1): 35-69.
- TULARAM, G.A. & SUBRAMANIAN, B. (2013). Modelling of Financial Crises: A Critical Analysis of Models Leading to the global Financial Crisis. *Global Journal of Business Research*. 7(3): 101-124.
- URAL, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*. 18(1): 11-28.
- VARLIK, C. (2002). Enflasyon Hedeflemesi: İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar. *Ekonomik Yaklaşım*. 13(42-43): 159-180.
- VOSS, G.B., SIRDESHMUKH, D. & VOSS, Z.G. (2008). The Effects of Slack Resources and Environmental Threat on Product Exploration and Exploitation. *The Academy of Management Journal*. 51(1):147-164.
- WANG, J. (2014). Research on the Influence of Financial Slack on Investment---Based on Empirical Analysis of China's A-Share Listed Company in Manufacturing Industry. *International Journal of Business Administration*. 5(4): 52-59.
- WEFALD, A.J., KATZ, J.P., DOWNEY, R.G., & RUST, K.G. (2010). Organizational Slack, Firm Performance, and the Role of Industry. *Journal of Managerial Issues*. 22(1): 70-87.

- WIENGARTEN, F., FAN, D., LO, C.K., & PAGELL, M. (2017). The Differing Impacts of Operational and Financial Slack on Occupational Safety in Varying Market Conditions. *Journal of Operations Management*, 52: 1-16.
- WIERMSMA, E. (2017). How and When do Firms Translate Slack into Better Performance?. *The British Accounting Review*, 49(5): 445-459.
- YAVAŞ, H. (2007). *1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YILMAZ, Ö., KIZILTAN, A. ve KAYA V. (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*. Ocak Haziran (24): 77-96.
- YİĞİT, F. (2015). *Finansal Krizlerin Şirket Sermaye Yapıları Üzerindeki Etkileri*. (Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YUANYUAN, C. & ZHONGYING, Q. (2010, November). Organizational Slack and Firm Performance in the Process of IT Investment-An Experimental Study of Manufacturing Firms. In 2010 3rd International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering (Vol. 2, pp. 608-612). IEEE.
- YÜCEL, F. ve KALYONCU, H. (2010). Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*. Temmuz-Aralık(159): 53-69.
- ZHONG, H. (2011). The Impact of Organizational Slack on the Performance of Material Production and Processing Firms. *International Conference on Industry, Information System, and Material Engineering (IISME 2011)*. April 16-17. Guangzhou, China.
- ZHONG, H.P., FANG, R.S., LI, X.Y., & SUN, X.Q. (2008, October). Human Resource Slack and Technological Innovation: Evidence from Henan Province in China.

In 2008 4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing (pp. 1-4). IEEE.

İnternet Kaynakları

<http://tureng.com/tr/turkce-ingilizce/slack>. Erişim Tarihi: 12.01.2018.

https://dictionary.cambridge.org/tr/s%C3%B6zl%C3%BCk/ingilizce-t%C3%BCrk%C3%A7e/slack_1. Erişim Tarihi: 15.12.2018.

Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018a). <https://www.hazine.gov.tr/ekonomik-gostergeler>. Erişim Tarihi: 20.10.2018.

Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018b). <http://www.bumko.gov.tr/TR,7044/temel-ekonomik-buyuklukler-2000-2019.html>. Erişim Tarihi: 20.11.2018.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2018). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/Tuketici+Fiyatlari>. Erişim Tarihi: 08.12.2018.

Türk Dil Kurumu. (2018). http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5bcb121ccc83a6.27657209. Erişim Tarihi: 13.12.2018.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı: Emrah ŞAHİN

Doğum Yılı ve Yeri: 1985/Alaca

Eğitim Durumu:

Lisans Öğrenimi: Gazi Üniversitesi, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi/Muhasebe Eğitimi Bölümü/Muhasebe Ve Finansman Öğretmenliği Pr. (2007)

Yüksek Lisans Öğrenimi: Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme (Tezli) (2010).

Yabancı Dili: İngilizce

İş Deneyimi: 2010- (Devam Ediyor), Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler MYO, Öğretim Görevlisi

Bilimsel Faaliyetler

Uluslararası Hakemli Dergilerde Yayımlanan Makaleler:

Şahin E., Konak F. ve Karaca S. S. (2017). Türkiye ve Rusya Arasındaki “Uçak Krizinin” Borsa İstanbul Gıda, İçecek ve Turizm Endeksleri Üzerine Etkisi. *Business and Economics Research Journal*, 8(3), 473-485. (Yayın No: 3859821).

Uluslararası Bilimsel Toplantılarda Sunulan Ve Bildiri Kitaplarında (Proceedings)

Basılan Bildiriler :

Şahin E., Güngör S. ve Karaca S. S. (2019). Yapısal Kırımlar Altında Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) İle BİST Sınai Endeksi Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. 2.Uluslararası Bankacılık Sempozyumu, 261-265. (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:5325923)

Kendirli S., Irmak F. ve Şahin E. (2017). The Effects of 2008 Global Economic Crisis to Financial Statements and to Liquidity Ratio which one are Cote in BIST Energy

Sector. XIV. European Conference on Social and Behavioral Sciences (Özet Bildiri/Sözlü Sunum) (Yayın No:3903094).

Demirci D. ve Şahin E. (2016). Muhasebe Bölümü Öğrencilerinin Okudukları Bölümü Seçme Nedenleri ve Gelecek Beklentileri: Hitit Üniversitesi Meslek Yüksekokulu Öğrencileri Üzerine Bir Çalışma. ISVET 2016 (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum), (Yayın No:3997218).

Yazılan Ulusal/Uluslararası Kitaplar Veya Kitaplardaki Bölümler:

Muhasebe Denetimi, Bölüm adı:(Muhasebe Denetimine Bakış) (2018)., Öztürkmen R., Çelebi İ., Güven A., Büyükbostancı A., Şahin E., Ardic M., Polat Çeltikci N., Gündüz M., Kalaycıoğlu N., Çarıkçı O., Özevin O., Akcanlı A., Lisans Yayıncılık, Editör: KIRLI M., ARDIÇ M., Basım Sayısı: 1, Sayfa Sayısı 232, ISBN:978-605-9498-22-7, Türkçe(Ders Kitabı), (Yayın No: 4180765).

Research and Development on Social Sciences (2017)., Kendirli S., Irmak F. ve Şahin E., IASSR, Basım Sayısı: 1, İngilizce (Bilimsel Kitap), (Yayın No: 3895980).

Ulusal Hakemli Dergilerde Yayımlanan Makaleler :

Şahin E. (2019). Firma Borç Düzeyi İle Ar-Ge Harcamaları Arasındaki İlişki Üzerine Bir Çalışma: BİST Sınai Endeksi Örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(4), 2578-2586., Doi: 10.20491/isarder.2019.759, (Kontrol No: 5690714).

Ulusal Bilimsel Toplantılarda Sunulan Ve Bildiri Kitaplarında Basılan Bildiriler:

Güngör S., Şahin E., ve Karaca S. S. (2019). Finansal Serbestleşme İle Sanayi Üretimi Arasındaki İlişkinin Fourier Temelli Yaklaşımlar İle Test Edilmesi: Türkiye Örneği. 4.Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumu (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum), (Yayın No:5326016).

Şahin E., Konak F. ve Karaca S. S. (2017). Türkiye Ve Rusya Arasındaki “Uçak Krizinin” Borsa İstanbul Gıda, İçecek Ve Turizm Endeksleri Üzerine Etkisi. 2. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumu (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum) (Yayın No:3988584).

İletişim**E-Posta Adresi:** emrshn19@gmail.com