

BÖLÜM 7

FİNANSAL ESNEKLİK VE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BIST TEKSTİL, DERİ ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Süreyya YILMAZ ÖZEKENCİ¹

1. Giriş

Değişen çevre koşullarını tahmin edebilme, tepki verebilme ve uyum sağlayabilme yeteneği olarak ifade esneklik kavramı, işletmelerin çevresel belirsizliklerle baş edebilmesinde önemlidir. İşletmelerin yaşayabileceği değişimler bazen fırsatlara sebep olabilirken bazen de tehdit unsuru olabilir. Esneklik ise bu gibi durumları avantaja dönüştürmek için işletmelere bakış açısı sunmaktadır.

Küreselleşme ile birlikte artan rekabet işletmelerin yeni stratejiler belirlemede önemli bir rol oynamaktadır. Özellikle işletmelerin yönetim, üretim ve pazarlama alanlarında rekabetle başa çıkabilmelerinde esneklik kavramı stratejik bir unsur haline dönüşmüştür. 1990'lı yıllarda ise finansman alanında da esnekliğinin stratejik bir unsur olabileceği anlaşılmaya başlanmıştır. Küresel anlamda yaşanan ekonomik krizler işletmeleri piyasada oluşan belirsizliklere karşı daha hassas hale getirmiştir. Ancak, finansal esnekliğe sahip olan işletmeler krizleri fırsata çevirmiş, yeterli finansal esnekliğe sahip olmayan işletmeler ise iflas riski ile karşılaşmıştır (Yıkılmaz Erkol ve Korkmaz, 2019: 832). Bu doğrultuda, işletmelerin hem faaliyetlerini sürekli hale getirebilmesi hem de karşılarına

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Çağ Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, Finans-Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, sureyyayilmaz@cag.edu.tr, ORCID: 0000-0003-4150-4101

çıkan fırsatları değerlendirebilmesi için finansal esnekliğe sahip olması gerekmektedir.

Finansal esneklik kavramını Brigham (1999) işletme yöneticilerinin beklenmedik durumlar karşısında, işletmeye uygun olan finansman kaynağını sağlayabilme kabiliyeti olarak tanımlarken, Gamba ve Triantis (2008) bir işletmenin finansman kaynaklarına düşük bir maliyetle erişebilme ve finansman yapısını düşük maliyetle yeniden yapılandırabilme kabiliyeti olarak tanımlamaktadır. Denis (2011)'e göre finansal esneklik, nakit akışları ve yatırım fırsatlarında ön görülemeyen değişimlere karşı zamanında ve değer maksimize edici bir şekilde davranabilme kabiliyeti olarak ifade edilmektedir. Son olarak Byoun (2016) bir işletmenin finansal kaynaklarını gelecek oluşabilecek olan finansman ihtiyaçlarını karşılayabilecek şekilde yönetebilme kabiliyeti olarak tanımladığı finansal esnekliği Bonaimé, vd. (2014) işletmenin yatırım yetersizliği sorunlarından ve finansal kısıtlamalardan kaçınma kabiliyeti olarak tanımlamaktadır.

Rapp, vd. (2014)'e göre finansal esneklik, kaynak bulmanın zor olduğu dönemlerde yatırım sorunu yaşayan işletmelerin finansal sıkıntılarla ilgili maliyetlerden uzak kalmasına yardımcı olmakta ve firma değerini artırmaktadır. Literatürde yer alan tanımlardan yola çıkarak finansal esnekliğe sahip olmanın avantajları şu şekilde özetlenebilir (Rapp, vd. 2014: 288):

- Piyasadaki yatırım fırsatlarını daha hızlıca değerlendirmek,
- Karlı yatırım fırsatlarını kaçırmamak,
- Rekabet avantajı sağlayabilecek stratejik yatırım kararları almak,
- Değişen çevre koşullarına uyum sağlamak,
- Firma değerini arttırmaktır.

Tekstil sektörü sanayileşme süreci boyunca gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarında önemli bir role sahip olmuştur. Türkiye ekonomisinde de kilit bir role sahip olan tekstil sektörü hem sanayinin lokomotif konumunda olup hem de yüksek istihdam sağlamaktadır (DPT, 2007). Ancak tekstil sektöründe, finansman maliyetleri (finansman kaynağının kullanılacağı alana ve kaynağının türüne göre değişmekte) üretim maliyetlerini etkilemekte ve rekabet avantajında belirleyici olmaktadır. Tekstil sektörünün genel yapısına incelendiğinde, teknolojik gelişimin ve Ar-Ge faaliyetlerine yapılan

yatırımların büyük önem arz ettiği gözlemlenmektedir. Bu sebeple, bu sektörde yapılan yatırım harcamalarının özellikle makine ve modernizasyon yatırımları olduğu ve uzun vali yatırım kredilerinin tercih edildiği gözlemlenmektedir. Ancak bu sektördeki en büyük sıkıntının yüksek maliyetler olduğu unutulmamalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde gerek ham madde gerek iş gücü gerekse enerji maliyetlerinin yüksek olması, işletmelerin küresel piyasalarda rekabet edebilmesini zorlaştırmaktadır (DPT, 2007; Özgür, 2006: 75). Bu bağlamda, işletmelerin yabancı kaynak finansmanını ve nakit varlıklarını optimal düzeyde tutmaları beklenmektedir. İşletmelerin kaldıraçtan düşük seviyede faydalanmaları ve yüksek nakde sahip olmaları finansal esneklik yaratmakta, finansal performansa ve firma değerine olumlu katkı sağlamaktadır (Topaloğlu ve Ege, 2021: 411). Bu doğrultuda yapılan bu çalışmada, finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda, BİST Tekstil, Deri endeksinde yer alan işletmelere ait 2010-2021 dönemine ait veriler kullanılarak analizler yapılmıştır. Türkiye ekonomisinde önemli bir role sahip olması sebebiyle çalışmada tekstil sektörü tercih edilmekte olup bu çalışmanın sektörde yer alan işletmelere finansman kararlarında fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Çalışmanın devam eden bölümünde ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmaların incelendiği literatür taramasına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, finansal esneklik ve firma performansı arasındaki ilişkinin tespit edilmesinde kullanılan yöntem yer almaktadır. Son bölümde ise analiz sonuçlarının sunulduğu ve yorumlarının yapıldığı bulgular yer almaktadır.

2. Literatür Taraması

Finansal esneklik konusuna ilişkin finans alanındaki uluslararası çalışmaların ulusal çalışmalara kıyasla daha fazla olduğu gözlemlenmektedir. Finansal esneklik konusunda yapılan çalışmaların genellikle sermaye harcamaları/yatırımlar, finansman kararları, kâr payı dağıtım, finansal performans ve firma değeri olduğu tespit edilmiştir. Ancak yapılan bu çalışmada, finansal esneklik ve finansal performans arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalara yer verilmektedir.

Liping, Zhe ve Shu (2013) çalışmalarında finansal esneklik ile yatırım ve finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu doğrultuda, Çin borsasında faaliyet gösteren işletmelere ait veriler ile analiz yapılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda, düşük kaldıraç ve yüksek nakit düzeyinin finansal esnekliğe neden olduğu ve işletmelerde finansal performansın yatırımları arttığı tespit edilmiştir.

Meier, Bozec ve Laurin (2013) çalışmalarında finansal esnekliğin bir değeri olup olmadığını test etmek amacıyla mevcut kriz dönemini temel alarak krizden önceki yıllarda finansal esneklik geliştiren işletmelerin finansal kriz sırasında nasıl performans gösterdiklerini araştırmışlardır. Yapılan bu çalışmanın sonucunda, kriz öncesi yüksek nakit seviyelerinin, kriz sırasında firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Arslan-Ayaydın, Florackis ve Özkan (2014) çalışmalarında işletmelerin yaptıkları yatırımların ve performansın finansal esnekliğe olan etkisini incelemişlerdir. Yapılan bu çalışmada, Doğu Asya menşeli 1.068 işletmenin 1994-2009 dönemine ait verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, finansal açıdan esnek işletmelerin kriz ortamında yatırım fırsatlarını değerlendirme kabiliyetinin çok yüksek olduğu ve finansal performansının da yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Bouchani ve Ghanbari (2015) çalışmalarında finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda, Tarhan borsasında işlem gören 50 işletmenin finansal verileri kullanılarak yapılan analizler sonucunda, finansal esneklik ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Aytekin ve Abdioğlu (2016) çalışmalarında finansal esnekliğin performans üzerindeki etkilerini Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler açısından değerlendirmişlerdir. Bu doğrultuda, Borsa İstanbul imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 115 işletmeye ait 2005-2014 dönemini kapsayan veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, finansal esnekliğe sahip olan imalat sanayi işletmelerin firma performansının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Ma ve Jin (2016) çalışmalarında finansal esneklik ile işletmelerin yatırım ve firma performansları arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda, Çin ekonomisinin kalkınmasında önemli bir role sahip olan ve Çin imalat sanayisinde faaliyet gösteren 1496 işletmeye ait 2010-2013 dönemini kapsayan veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda,

finansal esneklik ile yatırım ve firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Mahmood, Rizwan ve Rashid (2018) çalışmalarında finansal esneklik ile finansal başarısızlık ve finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda çalışmada, Pakistan borsasında faaliyet gösteren 192 finansal olmayan işletmeye ait 1992-2014 dönemini kapsayan veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, finansal esnekliğin finansal başarısızlık riskini azalttığı ve firma performansını arttırdığı tespit edilmiştir.

Chang ve Ma (2019) çalışmalarında batıda uygulanmaya başlanan finansal esneklik endeksi hesaplamasını Çin borsasında yer alan 287 işletme için hesaplamışlardır. Yapılan bu hesaplama ile finansal esneklik endeksi ile firma performansın araştırıldığı çalışmada, 2010-2012 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, finansal esnekliğe sahip olan işletmelerin daha iyi firma performansı gösterdiği sonucu elde edilmiştir.

Al-Slehat (2019) çalışmasında, finansal esnekliğin firma performansına olan etkisini araştırmıştır. Yapılan bu çalışmada, Ürdün hizmet sektöründe faaliyet gösteren 18 işletmeye ait 2010-2017 dönemi kapsayan veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, finansal esneklik ile firma performansı arasında pozitif ve güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Topaloğlu ve Ege (2021) çalışmalarında finansal esneklik ile firma değeri ve finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Bu bağlamda, Borsa İstanbul inşaat endeksinde faaliyet gösteren 9 işletmeye ait 2013-2020 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, finansal esneklik göstergesi olarak kullanılan düşük kaldıraç ve yüksek nakit değişkenleri ile finansal performans göstergesi olarak kullanılan aktif karlılık oranı ve firma değeri göstergesi olarak kullanılan Tobin's Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

İncelenen literatür taraması açıkça finansal esneklik ile finansal performans, firma performansı ve firma değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu durum düşük kaldıraç ve yüksek nakit düzeylerinin göstergesi olan finansal esnekliğe sahip olan işletmelerin daha iyi performans gösterdiğini ile açıklanabilir.

3. Veri Seti ve Yöntem

3.1. Veri Seti

Bu çalışmanın amacı, BIST Tekstil, Deri endeksinde yer alan işletmelere ait 2010-2021 dönemini kapsayan aylık verileri kullanarak finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Tekstil, Deri Endeksinde (XTEKS) faaliyette bulunan 19 işletme mevcuttur. Ancak çalışmanın yapıldığı dönemde Finnet 2000 plus veri tabanı aracılığıyla finansal verilerine tam erişilebilen 17 işletme bulunmuştur. Örnekleme yer alan işletmelere ait bilgiler Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Örnekleme Yer Alan İşletmeler ve BİST Kodları

Sıra	BİST kodu	İşletmelerin Adı
1	ATEKS	Akın Tekstil A. Ş
2	ARSAN	Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.
3	BLCYT	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
4	BOSSA	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.
5	DAGI	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
6	DERIM	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
7	DESA	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
8	HATEK	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.
9	KRTEK	Karsu Tekstil Sanayii Ve Ticaret A.Ş.
10	KORDS	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.
11	LUKSK	Lüks Kadife Ticaret ve Sanayii A.Ş.
12	MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.
13	MNDRS	Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
14	RODRG	Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
15	SKTAS	Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
16	YATAS	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret A.Ş.
17	YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kaynak: Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)

Örnekleme yer alan Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ENSRI) ve İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş. (ISSEN) işletmelerinin 2008 yılı öncesi verilerinin olmaması sebebiyle örneklemden çıkartılmıştır. Çalışmada finansal esneklik göstergesi olarak düşük kaldıraç ve yüksek nakit mevcudu oranı, finansal performans göstergesi olarak ise literatürde yaygın olarak kullanılan aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı oranları kullanılmıştır (Arslan-Ayaydın vd., 2014; AYTEKİN ve ABDİOĞLU, 2016; AL-SLEHAT, 2019; TOPALOĞLU ve EGE, 2021).

- **Finansal Esneklik:** Finansal esneklik doğrudan ve dolaylı olarak nakit varlıklardan etkilenmektedir. Nakit varlıklar işletmelerin beklenmeyen bir durum olduğunda faaliyetlerini sürdürebilmesinde ve yatırım fırsatlarını değerlendirebilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Finansal açıdan esnek olan işletmeler, düşük kaldıraç seviyesine ya da yüksek nakit mevcudu oranına sahiptir. Finansal esnekliğe sahip olan işletmelerin finansal performansının daha yüksek olacağı beklenmektedir. (Arslan-Ayaydın vd., 2014; Abdioğlu ve Aytekin, 2016). Çalışmada kullanılan yüksek nakit ve düşük kaldıraç değişkenleri için kukla değişkenler oluşturulmuştur. Kaldıraç değişkeni; eğer örneklemin kaldıraç değeri medyanından küçük ise değişken 1, büyük ise 0 değerini almıştır. Yüksek nakit değişkeni ise; örneklemin medyanından büyük ise 1, küçük ise 0 değerini almıştır (Abdioğlu ve Aytekin, 2016 ve Topaloğlu ve Ege, 2021).
- **İşletme Büyüklüğü:** Toplam varlıkların doğal logaritması işletme büyüklüğünün göstergesi olarak kullanılmış ve finansal performans ile arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Özkan ve Özkan, 2004; Öztürkçü Akçay ve Sayın, 2022).
- **Büyüme Fırsatı (PD/DD):** Fama ve French (1992)'e göre olası risk ve büyüme etkilerini kontrol eden PD/DD oranı çalışmada büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kullanılmıştır. Büyüme fırsatına sahip olan işletmelerin, finansal performanslarının yüksek olması beklenmektedir (Özkan ve Özkan, 2004; Öztürkçü Akçay ve Sayın, 2022).
- **Finansal performans:** Bir işletmenin yatırım yapmada önem arz eden toplam varlıklarından ne kadar kar elde ettiğini ölçmek için kullanılan aktif ve öz sermaye karlılık oranlarını finansal performans göstergesi olarak kullanılmaktadır (Öztürkçü Akçay ve Sayın, 2022). Finansal esnekliği yüksek olan işletmelerin finansal performansının da yüksek olacağı beklenmektedir (Topaloğlu ve Ege, 2021). Bu doğrultuda oluşturulan model ise şöyledir:

$$AKO_{it} = \alpha_0 + \beta_{1it}YN_{it} + \beta_{2it}DK_{it} + \beta_{3it}OSKO_{it} + \beta_{4it}İS_{it} + \beta_{5it}PD/DD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Kod	Değişkenler	Oranların hesaplanması
<i>Bağımlı değişkenler</i>		
AKO	Aktif Karlılık Oranı	Net Kar/ Toplam Aktifler
<i>Bağımsız Değişkenler</i>		
YN	Yüksek Nakit	Para ve Benzeri Değerler/Toplam Varlıklar
DK	Düşük Kaldıraç	Toplam Borçlar/Toplam Varlık
OSKO	Öz Sermaye Karlılığı Oranı	Net Kar/ Öz Sermaye
PD/DD	Büyüme Fırsatı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri
İS	İşletme Büyüklüğü	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması

3.2. Yöntem

Finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada, dinamik modellerin tahmininde yaygın olarak tercih edilen Genelleştirilmiş Moment Yöntemi (GMM) kullanılmıştır. GMM yöntemi, gözlemlenemeyen ülke/birey spesifik etkilerini ve gecikmeli bağımlı değişken modellerindeki bağımsız değişkenlerin içselliği nedeniyle ortaya çıkan sorunları dikkate almaktadır. GMM yönteminde, bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele bağımsız değişken olarak ilave ederek içsellik sorununu gidermektedir (Hayaloğlu, 2015: 137).

GMM yöntemi, Fark-GMM ve Sistem-GMM olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Fark-GMM yönteminin normal dağılım, değişen varyans ve ölçüm hatalarının olduğu durumlarda daha iyi sonuç verdiğini düşünülmektedir. Sistem-GMM yöntemi ise, Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem, araç değişkenlerin gecikmeli değerlerini fark denklemlerinde, birinci farklarını ise düzey denklemlerinde kullanmaktadır (Coşkun ve Kök, 2011: 80; Roodman, 2006). Ayrıca Blundell ve Bond (1998) ve Blundell vd., (2000) çalışmalarında Fark GMM'in sonlu örnekleme zayıf bir tahmin gücüne sahip olduğunu ve katsayı tahminlerinin sapmalı olduğu ve Sistem GMM'in tahmin gücünün daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Dökmen, 2012: 46). Yapılan bu çalışmada, Fark GMM yöntemine kıyasla daha iyi bir tahmin edici olduğu tespit edilen Sistem GMM yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada Eviews 12 ve Gauss 21 paket programlarından yararlanılmıştır.

4. Bulgular

Bu çalışmada, finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelenmiş ve modelde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

	AKO	OSKO	IS	PD	YN	DK
Ortalama	0.026714	0.033556	19.49382	1.415882	0.054069	0.536059
Medyan	0.025091	0.058167	19.56828	0.960000	0.035298	0.535706
Maksimum	0.278235	0.482407	23.36308	8.260000	0.438142	0.893618
Minimum	-0.194327	-0.920865	15.83651	0.340000	0.000713	0.083152
S. Sapma	0.071930	0.198383	1.316831	1.286223	0.061411	0.208179
Çarpıklık	0.412216	-1.544597	-0.372454	2.619979	2.511468	-0.194209
Basıklık	4.532994	7.477920	3.940703	11.11381	12.26913	2.091465
Jarque-Bera	21.46079	209.6305	10.19865	660.8123	787.2889	6.915499
J-B Olasılık	0.000022	0.000000	0.006101	0.000000	0.000000	0.031501
Gözlem	170	170	170	170	170	170

Tablo 3'te yer alan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, BİST Tekstil, Deri Endeksinde yer alan işletmelerin ortalama aktif ve öz sermaye karlılık oranları sırasıyla 0,02 ve 0,03'tür. Bu durum, Tekstil, Deri endeksinde yer alan işletmelerin aktif yatırımları üzerinden ortalama olarak çok düşük bir karlılığa sahip olduğu ile açıklanabilir. Toplam varlıkların logaritması alınarak hesaplanan işletme büyüklüğünün ise ortalaması 19,4 iken, PD/DD'nin ortalaması 1,41'dir. Bu durum Tekstil, Deri Endeksinde yer alan işletmelerin pay senetlerinin borsada, defter değerinden ortalama olarak 1,41 katı kadar yüksek değerlendirildiği söylenebilir. Ayrıca Deri Endeksinde yer alan işletmelerin 0,50'sinin düşük kaldıraç ve 0,05'inin yüksek nakte sahip olduğu söylenebilir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla korelasyon analizi yapılmış ve sonuçlar Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4. Korelasyon Matrisi

Korelasyon							
T-İstatistik							
Olasılık	AKO	OSKO	IS	PD	YN	DK	RESID2
AKO	1.000000						

OSKO	0.955186	1.000000					
	41.82551	-----					
	0.0000	-----					
IS	0.222113	0.201937	1.000000				
	2.952664	2.672459	-----				
	0.0036	0.0083	-----				
PD	0.163055	0.256107	0.049779	1.000000			
	2.142102	3.434052	0.646009	-----			
	0.0336	0.0007	0.5192	-----			
YN	0.065880	0.065399	-0.006877	0.212155	1.000000		
	0.855764	0.849486	-0.089139	2.813896	-----		
	0.3933	0.3968	0.9291	0.0055	-----		
DK	-0.322588	-0.154590	0.188962	0.292780	-0.101859	1.000000	
	-4.417380	-2.028095	2.494161	3.968780	-1.327152	-----	
	0.0000	0.0441	0.0136	0.0001	0.1863	-----	
RESID2	0.944588	0.921942	0.370744	0.153830	0.059075	-0.374457	1.000000
	37.29747	30.85180	5.174124	2.017884	0.767041	-5.234341	-----
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0452	0.4441	0.0000	-----

Tablo 4 incelendiğinde, öz sermaye karlılık oranı ile aktif karlılık arasında yüksek ($r=0.95$) korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, ortaya çıkan çoklu doğrusal bağlantı sorununu çözümlmek için OSKO değişkeni modelden çıkartılmıştır. Ayrıca modelde içsellik problemi olup olmadığını tespit etmek amacıyla eklenen hata terimi (RESID2) ile AKO değişkeni arasında da yüksek ($r=0.94$) korelasyon ilişkisinin tespit edilmesi çalışmada klasik En Küçük Kareler (EKK) yerine Dinamik Panel Veri Analizi olan GMM yöntemine yönlendirmiştir. Tablo 5'te ise modelden çıkarılan OSKO değişkeni sonucunda oluşan yeni modelde, çoklu doğrusal bağlantı sorunun olup olmadığını anlamak amacıyla Varyans Şişirme Faktörü (VIF) sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 5. Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorunu Sonuçları

Değişkenler	VIF Katsayısı	VIF
PD	1.65E-05	1.154136
IS	1.49E-05	1.086006
YN	0.006736	1.070856
DK	0.000653	1.192978
C	0.005474	NA

Varyans Şişirme Faktörü (VIF) sonuçlarına göre, hesaplanan kritik VIF değerinin 10'dan büyük olması çoklu doğrusal bağlantı sorunu yaşanabileceğini göstermektedir (Çokluk, vd., 2010). Tablo 5'te görüldüğü üzere değişkenlerin VIF değeri 10'dan büyük değildir. Diğer bir ifadeyle çoklu doğrusal bağlantı sorunu yoktur.

Çalışmada ikinci olarak değişkenlerin durağanlığının test edilmesinde kullanılacak olan yöntemin belirlenmesi için gerekli olan yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testi için kesit sayısının zaman boyutundan büyük olduğu ($N > T$) durumlarda daha iyi sonuç veren CD Pesaran (2004) kullanılmış ve sonuçlar Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6. Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

Değişkenler	Test	İstatistik	Prob.
AKO	Pesaran CD	6.561924	0.0000***
DK	Pesaran CD	5.183824	0.0000***
IS	Pesaran CD	33.19661	0.0000***
PD	Pesaran CD	18.56291	0.0000***
YN	Pesaran CD	1.393972	0.1633
Panel (Model)	Pesaran CD	6.713151	0.0000***

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
 H_0 : Yatay Kesit Bağımlılığı yoktur.

Tablo 6'da yer alan yatay kesit bağımlılığı sonuçları hem model hem değişken bazındadır. Model bazında sonuçlar değerlendirildiğinde, olasılık değerinin kritik değer olan 0,05'ten küçük olması sebebiyle " H_0 : Yatay Kesit Bağımlılığı yoktur" hipotezi reddedilmektedir. Bu durum model bazında yatay kesit bağımlılığı olduğunu göstermektedir. Modelde yer alan değişkenler için yatay kesit bağımlılığı sonuçları değerlendirildiğinde, YN hariç AKO, DK, IS ve PD değişkenlerinin olasılık değerinin kritik değer olan 0,05'ten küçük olması sebebiyle " H_0 : Yatay Kesit Bağımlılığı yoktur" hipotezi reddedilmektedir. Bu durum değişken bazında yatay kesit bağımlılığı olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda, çalışmadaki hem model hem de değişken bazında yatay kesit bağımlılığı sonuçlarına göre ikinci nesil birim kök testlerinden biri olan PANIC Birim Kök testinin kullanılmasına karar verilmiştir. PANIC birim kök testi, Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilmiş ve bir serideki durağanlığın yaygın mı yoksa değişkenlere özgü mü olduğunu veya her kişi birden mi olduğunu tespit edebilmektedir (Çelik

ve Ertürkmen, 2021: 1934). PANIC birim kök test sonuçları Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7. PANIC Birim Kök Testi

<i>Düzye</i>	Sabit		Sabit +Trend	
	T-İstatistiği	P- Değeri	T-İstatistiği	P- Değeri
AKO				
PCe_Choi	-0.5638	0.7135	0.9577	0.1691
PCe_MW	29.3510	0.6949	41.8971	0.1656
IS				
PCe_Choi	0.1444	0.4426	1.0885	0.1382
PCe_MW	35.1906	0.4116	42.9761	0.1391
PD				
PCe_Choi	0.5024	0.6923	-0.0130	0.5052
PCe_MW	29.8569	0.6710	33.8924	0.4729
YN				
PCe_Choi	-	-	-	-
PCe_MW	-	-	-	-
DK				
PCe_Choi	-	-	-	-
PCe_MW	-	-	-	-
	Sabit		Sabit +Trend	
<i>Birinci Fark</i>	T-İstatistiği	P- Değeri	T-İstatistiği	P- Değeri
AKO				
PCe_Choi	2.2564	0.0120**	4.1430	0.0000***
PCe_MW	52.6064	0.0218**	68.1638	0.0005***
IS				
PCe_Choi	3.0615	0.0011***	3.9706	0.0000***
PCe_MW	59.2459	0.0047***	66.7425	0.0007***
PD				
PCe_Choi	1.6461	0.0499**	5.6025	0.0000***
PCe_MW	47.5744	0.0611*	80.1994	0.0000***
YN				
PCe_Choi	-	-	-	-
PCe_MW	-	-	-	-
DK				
PCe_Choi	-	-	-	-
PCe_MW	-	-	-	-
Gecikme uzunlukları 2 olarak belirlenmiştir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir. H ₀ : Birim kök vardır (Seriler durağan değildir).				

Tablo 7’de yer alan sonuçlar incelendiğinde düzeyde; değişkenlerin hepsinin hem sabit hem de sabit ve trend’te olasılık değerlerinin kritik değer olan 0,05’ten büyük olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda, “ H_0 : Birim kök vardır. (Seriler durağan değildir)” hipotezi reddedilememektedir. Başka bir ifadeyle “seriler düzeyde durağan değildir” şekilde yorumlanabilir. Düzeyde durağan olmayan serilerin birinci farkları alınarak hem sabit hem de sabit ve trend’te kritik değerleri incelendiğinde, olasılık değerinin kritik değer olan 0,05’ten küçük olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda, “ H_0 : Birim kök vardır. (Seriler durağan değildir)” hipotezi reddedilmektedir. Diğer bir ifadeyle seriler birinci farkta durağandır. Bu bağlamda, sistem- GMM yönteminin uygulanması için gerekli olan koşullardan biri sağlanmış ve sistem-GMM yönteminin sonuçları Tablo 8’de gösterilmektedir.

Tablo 8. Sistem-GMM Sonuçları (Arellano-Bover)

Değişkenler	Katsayı	P-değeri
AKO(-1)	-0.408249	0.0000***
IS	0.158982	0.0012***
PD	0.009777	0.0367**
DK	0.102900	0.0005***
YN	0.038112	0.0289**
J-istatistik		13.87102
Prob (J-istatistik)		0.309020
***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.		

Sistem-GMM yönteminde yer alan araç değişkenlerin geçerli araçlar değişkenler olup olmadığı “Prob (J-istatistik)” değerine göre belirlenmektedir. Bu değer kritik değer olan 0,05’ten büyük olması modelde kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğunu göstermektedir. Tablo 8’de yer alan Prob (J-istatistik) değeri kritik değer olan 0.05’ten büyük olması, modelde yer alan araç değişkenlerinin geçerli olduğunu desteklemektedir. Sistem-GMM yöntemine göre model incelendiğinde, bağımlı değişken olan AKO’nun gecikmeli değerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, modelden elde edilen bulguların güvenilirliği açısından önemlidir. İşletme büyüklüğü ve büyüme fırsatı göstergesi olarak kullanılan PD/DD oranı ile aktif karlılık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir (Özkan ve Özkan, 2004; Aytekin ve Abdioğlu, 2016; Topaloğlu ve Ege, 2021 ve Öztürkçü Akçay ve Sayın, 2022). İşletme büyüklüğü değişkenindeki bir

birimlik artış finansal performansı 0,158982 birim, büyüme fırsatındaki bir birimlik artış ise finansal performansı 0,009777 birim arttırmaktadır. Ayrıca çalışmada, finansal esneklik göstergesi olarak kullanılan yüksek nakit ve düşük kaldıraç oranı ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir (Gamba ve Triantis, 2008; Arslan-Ayaydın vd., 2014; Yung, vd., 2015; Bouchani ve Ghanbari, 2015; Aytekin ve Abdioğlu, 2016; Chang ve Ma, 2019). Yüksek nakit değişkenindeki bir birimlik artış finansal performansı 0,038112 birim, düşük kaldıraç değişkenindeki bir birimlik artış ise finansal performansı 0,102900 birim arttırmaktadır.

5. Sonuç

Düşük maliyet ile fon kaynakları bulabilme ve yeniden finanse edebilme kabiliyeti olarak ifade edilen finansal esnek, nakit akış şokları karşısında finansal sıkıntı maliyetlerini minimize edebilmekte ya da fon kaynaklarına daha hızlı ulaşarak karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek olarak ifade edilebilir. Bu doğrultuda, finansal esnekliğe sahip olan işletmelerin finansal performansları da yüksektir.

Bu çalışmada, BIST Tekstil, Deri endeksinde yer alan işletmelere ait 2010-2021 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılarak finansal esneklik ile finansal performans arasındaki ilişki sistem-GMM yöntemi ile tespit edilmiştir. Çalışmada, bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı; bağımsız değişken olarak ise öz sermaye karlılık oranı, işletme büyüklüğü, büyüme fırsatı, yüksek nakit ve düşük kaldıraç oranları kullanılmıştır. Ancak, öz sermaye karlılık oranı ile aktif karlılık oranı arasında yüksek korelasyon olması sebebiyle öz sermaye karlılık oranı modelden çıkartılmıştır. Yapılan bu çalışmanın sonuçlarına göre, işletme büyüklüğü ve büyüme fırsatı göstergesi olarak kullanılan PD/DD oranı ile aktif karlılık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. İşletme büyüklüğü değişkenindeki bir birimlik artış finansal performansı 0,158982 birim, büyüme fırsatındaki bir birimlik artış ise finansal performansı 0,009777 birim arttırmaktadır. Bu durum, büyüme fırsatına sahip olan işletmelerin, finansal performanslarının yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca büyüme fırsatına sahip olan işletmelerin, yatırım fırsatlarını kaçırmamak için ellerinde büyük miktarda nakit ve satışa hazır menkul kıymet tutma eğiliminde olduğu söylenebilir. Bu durum, büyüme fırsatına sahip

işletmelerin finansal esnekliğe sahip olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Ayrıca yapılan bu çalışmada, finansal esneklik göstergesi olarak kullanılan yüksek nakit ve düşük kaldıraç oranı ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yüksek nakit değişkenindeki bir birimlik artış finansal performansı 0,038112 birim, düşük kaldıraç değişkenindeki bir birimlik artış ise finansal performansı 0,102900 birim arttırmaktadır. Bu durum, finansal esnekliği olan işletmelerin negatif olaylara cevap verebilme, yüksek sermaye maliyetini engelleyebilme ve aniden oluşan karlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilme kabiliyetleriyle açıklanabilir.

Kaynakça

- Abdioğlu, N., & Aytekin, S. (2016). Finansal esnekliğin firma performansı üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi: Borsa İstanbul imalat sanayi sektöru üzerinde bir uygulama. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (22), 309-327.
- Akçay, A. Ö., & Sayın, H. C. (2022). Yatırım harcamaları ve finansal esneklik ilişkisi: Borsa İstanbul üzerine bir inceleme. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 846-864.
- Al-Slehat, Z. A. F. (2019). The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017). *International Journal of Business and Management*, 14(6), 1-11.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some Tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error- components models, *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Özkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250.
- Bai, J., & Ng, S. (2004). A PANIC attack on unit roots and cointegration. *Econometrica*, 72(4), 1127-1177.
- Blundell, R. & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Blundell, R., Bond, S., & Windmeijer, F. (2000). *Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimator*. Emerald Group Publishing Limited.
- Bonaimê, A. A., Hankins, K. W. & Harford, J. (2014). Financial flexibility, risk management and payout choice. *The Review of Financial Studies*, 27(4), 1074- 1101.

- Bouchani, Z., & Ghanbari, M. (2015). The relation between financial flexibility and financial performance with the ratio of book value to market value in Tehran listed firms. *Journal of Scientific Research and Development*, 2(2), 216-222.
- Brigham, E. F. (1999). *Finansal yönetimin temelleri* (Ö. Akmut, & H. Sariarslan, Çev., C.2). Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları.
- Chang, H. & C. Ma (2019). Financial flexibility, managerial efficiency and firm life cycle on firm performance, *Journal of Advances in Management Research*, 16, 168-180.
- Coşkun, E., & Kök, D. (2011). Çalışma sermayesi politikalarının karlılık üzerine etkisi: dinamik panel uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 11(5), 75-85.
- Çelik, H., & Ertürkmen, G. (2021). Ekonomik büyüme ve ihracatın co2 salınımı üzerindeki etkisi: Seçili MENA ülkeleri örneği (1980-2016). *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18(3), 1928-1947.
- Çokluk, Ö., Şekercioğlu, G., & Büyüköztürk, Ş. (2010). *Sosyal bilimler için çok değişkenli istatistik: SPSS ve LISREL uygulamaları*. Ankara: Pegem Akademi.
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17, 667-674.
- Dokuzuncu Kalkınma Planı. (2007). 2007-2013 Tekstil, Deri ve Giyim Sanayii Özel İhtisas Komisyonu Raporu.
- Dökmen, G. (2012). Yolsuzlukların vergi gelirleri üzerindeki etkisi: Dinamik panel veri analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 13(1), 41-51.
- Erkol, A. Y., & Korkmaz, T. (2019). Finansal esneklik değeri ve sermaye yapısı kararları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(3), 831-854.
- Fama, E.F. & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Gamba, A. & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.

- Byoun, S. (2016). The effects of financial flexibility demand on corporate financial decisions. SSRN, 1-28. <https://ssrn.com/abstract=2817972>, Erişim tarihi: 01.11.2022.
- Hayaloğlu, P. (2015). Kırılgan beşli ülkelerinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Dinamik panel veri analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11(1), 131-144.
- Liping, X. & L. Zhe & L. Shu (2013). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from China's listed companies, *2013 Fourth International Conference on Intelligent Systems Design and Engineering Applications*, 6-7 November, China.
- Ma, C. A., & Jin, Y. (2016). What drives the relationship between financial flexibility and firm performance: Investment scale or investment efficiency? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2043-2055.
- Mahmood, Y., Rizwan, M. F., & Rashid, A. (2018). Exploring the relationship between financial distress, financial flexibility, and firm performance: Empirical evidence from Pakistan stock Exchange. *NICE Research Journal*, 1-16.
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), 79-96.
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.
- Özgür, İ. (2006). *Türkiye'de tekstil ve konfeksiyon sektörünün durumu ve çıkış stratejileri*, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels (IZA Discussion Paper No. 1240). *Institute for the Study of Labor (IZA)*.
- Rapp, M. S., Schmid, T. & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302.

- Roodman, D. (2006) How to do xtabond2: An introduction to “difference” and “system” GMM in Stata” *Center for Global Development Working Paper Series* No:103.
- Topaloğlu, E. E., & İlhan, E. G. E. (2021). Finansal esneklik, firma değeri ve finansal performans ilişkisi: İnşaat sektörü üzerine panel kantil regresyon yaklaşımı. *Sosyoekonomi*, 29(49), 409-425.
- Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 25-41.