

# Borçlanma Kararlarında Ekonomi Politikası Belirsizliğinin Rolü

Seda TURNACIGİL<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Toros Üniversitesi, seda.turnacigil@toros.edu.tr, ORCID: 000-0002-8573-8412

**Öz:** Ekonomi politikası belirsizliği işletme yönetiminde kararları etkileyen, finansal piyasaları ve ekonomik dinamikleri şekillendiren bir olgudur. İşletmelerin borçlanma yapıları da mevcut piyasa koşulları, yatırım ve büyüme fırsatları, sermaye maliyeti, risk toleransı gibi faktörlerden etkilenir. Bu faktörler aynı zamanda ekonomi politikası belirsizliği ile işletme borç yapısı arasındaki ilişkiyi destekleyen mekanizmalardır. İşletmelerin ve yatırımcıların belirsiz ortamlarda hareket edebilmeleri için belirsizliğin sonuçlarını kavramaları, bu olumsuz etkileri azaltarak rekabet gücünü artırabilir ve sürdürülebilir gelişmeyi teşvik edebilir. Bu çalışmada ekonomi politika belirsizliğinin işletmenin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarında rolü olup olmadığı araştırılmıştır. Bunun için BIST’te işlem gören ve verilerine kesintisiz ulaşılabilen 83 adet imalat işletmesinin 2006:4-2023:3 dönemleri arasındaki verileri Panel EGLS yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada hem kısa hem uzun vadeli borçlanma kararlarında ekonomi politika belirsizliğinin etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu etkinin uzun vadeli borçlanma kararlarında daha yüksek olduğu da çalışmanın bulguları arasındadır. Bunun yanında, çalışma sonuçlarına göre firmaya özgü diğer faktörler de kısa vadeli borçlanma kararları üzerindeki rolü istatistiksel olarak anlamlıdır.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye yapısı, borçlanma kararları, ekonomik politika belirsizliği, panel EGLS

**Jel Kodları:** C33, G31, G32, L60

## *The Role of Economic Policy Uncertainty in Borrowing Decisions*

**Abstract:** Economic policy uncertainty is a phenomenon that affects decisions in business management and shapes financial markets and economic dynamics. The debt structures of businesses are also affected by factors such as current market conditions, investment and growth opportunities, capital cost, and risk tolerance. These factors are also mechanisms that support the relationship between economic policy uncertainty and the debt structure of businesses. For businesses and investors to act in uncertain environments, understanding the consequences of uncertainty can reduce its negative effects, increase competitiveness, and promote sustainable development. This study investigates whether economic policy uncertainty plays a role in short- and long-term borrowing decisions of businesses. For this purpose, the data of 83 manufacturing businesses traded on BIST and whose data can be accessed without interruption between the periods of 2006:4-2023:3 were examined using the Panel EGLS method. The study concluded that the effect of economic policy uncertainty on both short- and long-term borrowing decisions was statistically significant and positive. The fact that this effect is higher in long-term debt decisions is also among the findings of the study. In addition, according to the results of the study, other firm-specific factors also have a statistically significant role on short-term debt decisions.

**Keywords:** Capital structure, Borrowing decisions, Economic policy uncertainty, Panel EGLS

**Jel Codes:** C33, G31, G32, L60

**Atıf:** Turnacıgil, S. (2024).

Borçlanma Kararlarında

Ekonomi Politikası

Belirsizliğinin Rolü, *Politik*

*Ekonomik Kuram*, 8(4), 1119-

1134.

[https://doi.org/10.30586/pek.155](https://doi.org/10.30586/pek.1555725)

5725

Geliş Tarihi: 25.09.2024

Kabul Tarihi: 11.11.2024



**Telif Hakkı:** © 2024. (CC BY)

([https://creativecommons.org/li](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

censes/by/4.0/).

## 1. Giriş

Ekonomi politikası belirsizliği (Kısaltmalarda EPB olarak bahsedilecektir.), ekonomik göstergelerdeki dalgalanmaları, politik değişimler, jeopolitik gerilimler ve diğer öngörülemeyen olaylar ile karakterize eden yaygın bir küresel ekonomi özelliğidir. EPB, büyümesini sürdürmek isteyen, riskleri yönetmek ve paydaşlar için değer yaratmak amacıyla karmaşık mali ortamlarda bulunan işletmeler için önemli zorluklar yaratabilmektedir. Ekonomi politikası belirsizliğinin etkilediği temel unsurlardan bir tanesi de işletmenin borçlanma kararlarıdır.

İşletmelerin finansal yapısı özsermaye ve borç kaynaklarından oluşan bir sermaye bileşimini ifade etmektedir. İşletmelerdeki borç-özsermaye yapısının nasıl olacağı kararında sermaye maliyetinin, işletmenin risk profilinin, esnekliğin, karlılık oranlarının, likiditenin doğrudan etkisinin olduğu bazı çalışmalar tarafından ortaya konmuştur. Ancak ekonomi politikası belirsizliğinin neden olacağı değişken piyasa koşulları da borçlanma konusundaki karar verme süreçlerini karmaşık hale getirebilmektedir. Bu çalışma, ekonomi politikası belirsizliğinin işletmelerin kısa ve uzun vadeli borçlanma tercihlerini nasıl etkilediğini incelemektedir. Aynı zamanda, işletmelerin belirsiz finansal ortamlarda kullandıkları borçlanma stratejilerine dair bulgular sağlamayı hedeflemektedir. Mevcut literatür gözden geçirildiğinde EPB ile borçlanma arasındaki ilişkiyi inceleyen uluslararası çalışmalar (Bajaj vd. (2021); Almaghrabi (2021); Tabash vd. (2022)) mevcutken Türkiye’de bu konuda yapılmış bir çalışmaya rastlanmamıştır. Türkiye’de borçlanma belirleyicileri konusundaki çalışmalar daha çok firmaya özgü faktörlerin etkisini inceleme üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın literatürdeki bu boşluğu doldurması beklenmektedir. İkinci olarak, çalışmanın Türkiye’deki imalat işletmelerinin finansal stratejilerinin anlaşılmasına ve politika geliştirme süreçlerinin şekillenmesine yardımcı olacağı öngörülmektedir. Son olarak bu çalışma EBP gibi bir makro faktörün mikro düzeyde, yani işletme seviyesinde ne tür etkiler yarattığını ortaya koyarak ekonomik politika belirsizliğinin daha geniş bir perspektiften anlaşılmasına katkı sağlayabilir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde çalışmanın kavramsal çerçevesine yer verilmiş ikinci bölümde hem borçlanma kararları hem de EPB ile ilgili alanda yazılan çalışmalara değinilmiştir. Üçüncü bölümde veri seti ve yöntemle ilişkin bilgiler verilmiş, dördüncü bölümde bulgular açıklanmıştır. Beşinci bölümde ise genel olarak sonuçlar değerlendirilmiş ve diğer çalışmalar ile benzerlik ve farklılıklar ortaya konmaya çalışılmıştır.

## 2. Ekonomi Politika Belirsizliği ve Borçlanma Yapısına Yönelik Kavramsal Çerçeve

Bir işletmeyi yönetmek hem kısa hem uzun vadeli bakış açısına aynı anda sahip olmayı ve onu yönetebilmeyi gerektirir (Canbaş ve Vural, 2010). Kısa vadeli bakış açısı işletmelere esneklik ve likidite sağlarken uzun vadeli bakış açısı stratejik değerlendirmeleri, risk değerlendirmelerini ve yatırım ufuklarını yansıtmaktadır. Bir işletmenin borçlanma kararları işletmenin sermaye maliyetini, risk profilini, esnekliğini ve büyüme fırsatlarını yakalama yeteneğini doğrudan etkilediği için önem arz etmektedir.

İşletmelerin optimum borçlanma düzeylerinin ne olması gerektiğine yönelik pek çok teori mevcuttur. Bunlardan en temel olanları finansal hiyerarşi teorisi, asimetric bilgi teorisi, vekalet teorisi ve piyasa zamanlaması teorisi olarak gösterilebilir. Finansal Hiyerarşi teorisi, işletmelerin yatırımlarının finansmanında öncelikle işletme içi yaratılan fonları, ardından borç, dönüştürülebilir borç ve son olarak da hisse senedi ihracını tercih ettiğini savunmaktadır. Teoride işletmelerin öncelikle içsel kaynaklara yönelmesi düşüncesi, finansal esnekliğin korunması ve bilgi asimetrisi maliyetlerinden kaçınmak olduğu şeklinde temellendirilmiştir. Borçlanmayı özsermayeden üstün tutan faktör de vergi avantajının olması ve borçlanma maliyetinin özsermayeye göre düşük olmasıdır (Sunder ve Myers, 1999, s.221). Bilgi asimetrisi teorisine göre, işletme yöneticileri, diğer

paydaşlara göre daha fazla bilgiye sahip oldukları için, işletmenin değerini yükseltecek veya iflas riski oluşturacak borçlanma düzeyini daha iyi değerlendirebilirler. Ortaya çıkan bu asimetrik durumda sermaye yapısı kararları herkes tarafından aynı şekilde verilememektedir (Myers ve Majluf, 1984, s.196). Vekalet teorisi, asil ve vekil arasındaki ilişkiye odaklanarak farklı hedeflerden ve bilgi asimetrisinden kaynaklanan çıkar çatışmasını vurgulamaktadır. Finansal yapı bağlamında vekalet teorisi, yöneticilerin, hissedarların çıkarlarından ziyade kendi çıkarlarını ön planda tutan finansman stratejilerini takip edebileceklerini ileri sürmektedir. Piyasa zamanlaması teorisi ise işletmelerin hisse senedi ihraç ederken veya kendi hisse senetlerini piyasadan satın alırken piyasa koşullarını gözettiği, böylece işletmelerin sermaye yapıları ile piyasa dalgalanmaları arasında bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Ekonomi politikası belirsizliğinin yüksek olduğu dönemlerde de işletmeler hisse senedi arzını erteleyebilir veya hisse senedi fiyatlarının değerinin altında olduğu dönemlerde hisseleri geri satın alabilir (Baker ve Wurgler, 2002, s.1).

Optimum sermaye yapısı ve işletmenin değerini yükseltecek borçlanma oranının tespiti üzerine fikirlerin ve bu alanda yapılan çalışmaların genellikle firmaya özgü faktörler üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Firmaya özgü faktörlerin yanında ekonomi politikası belirsizliği de işletmelerin borçlanma kararlarını daha karmaşık hale getirebilmektedir. EPB, işletmelerin risk algılarını artırarak, borçlanma konusunda daha temkinli olmalarına ve finansal esneklik ile likiditeyi koruma yoluna gitmelerine neden olabilir. Aynı şekilde EPB yüksekliği artan belirsizliği telafi edebilmek için talep edilen risk primini arttırabileceğinden sermaye maliyetinin yükselmesine ve finansmana erişimin sınırlanmasına da neden olabilir. Bu konuda Xu (2020), EPB'nin arttığı dönemlerde firmaların daha yüksek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine maruz kaldığını, Almaghrabi (2021) EPB'nin yüksek olduğu dönemlerde yurt dışı kredi maliyetlerinin yurt içi kredi maliyetinden daha yüksek olduğunu, Liu ve Wang (2022) da Çin'de EPB'nin artışının sermaye maliyetini yükselttiğini çalışmalarında ortaya koymuştur. Bunun yanında EPB yüksekliği işletmelerin yatırım belirsizliğine ve yeni yatırımlardan kaçınmasına neden olabileceğinden bu erteleme borç taleplerinde azalmaya da sebep olabilir. Nitekim, Xu (2020), Kong vd. (2022), Fujitani vd. (2023) çalışmalarında EPB'nin arttığı dönemlerde yeni yatırımların düşüş gösterdiğine dair kanıtlar da mevcuttur. Özetlenecek olursa EPB'nin yüksek olduğu dönemler yatırım kararlarındaki tereddüt, büyüme konusunda isteksizlik gözlemlenebilir ve borçlanma kararları gibi finansal planlamalarda dikkatli olmayı gerektirebilir. Çünkü EPB özellikle mali, parasal ve düzenleyici konularda belirsizlik ve öngörülemezlik derecesini ifade eder. EPB derecesinin yüksekliği bir anlamda istikrar eksikliğini yansıtır ve bu da algılanan riskin artmasına ve ekonomik göstergelerde oynaklığa sebep olabilir.

### 3. Literatür

Çalışmanın bu bölümünde ekonomi politika belirsizliğinin etkilerini ele alan, bunun yanında işletmelerin borçlanma kararlarının alınmasındaki belirleyici faktörleri inceleyen ulusal ve uluslararası araştırmalara yer verilmiştir.

Korkmaz ve Güngör (2018), 1997-2018 dönemleri arasında küresel ekonomi politika belirsizliğinin BIST'te işlem gören bazı endekslerdeki hisse senetlerinin getirilerindeki oynaklık üzerindeki etkisinin pozitif olduğu tespit edilmiştir. Xu (2020), 1985-2007 dönemleri arasında ekonomik politika belirsizliğinin arttığı dönemlerde bu belirsizliğe daha fazla maruz kalan firmaların daha yüksek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine maruz kaldığı ve daha düşük inovasyon ile yatırım yeniliği yoluna gittiği sonucuna ulaşmıştır. Suh ve Yang (2021) EPU da dahil 21 belirsizlik ölçüğü ile kurumsal yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında 1997-2006 dönemleri arasında 36 ülkede EPU tedbirlerinin yatırım üzerinde olumsuz etkileri olduğunu, EPU dışı belirsizlik tedbirlerinin ise tam tersi etkileri olduğunu göstermiştir. Attig vd. (2021), 19 ülkeden elde edilen verileri kullanmış ve yüksek düzeyde EPU'nun temettü ödemesiyle pozitif ilişkili olduğunu, firmaların yüksek EPU dönemlerinde vekalet sorunlarını hafifletmek için

temettü ödediğini vurgulamıştır. Gürsoy ve Kılıç (2021), ekonomik ve politik belirsizliğin finansal piyasalar üzerine etkisini araştırmış, 2010-2020 yılları arasında Türkiye’de küresel EPU ile CDS primleri ve BIST bankacılık endeksi arasında iki yönlü güçlü volatilité etkileşimi gerçekleştiğini bulgulamıştır. Bajaj vd. (2021), 2009-2018 döneminde NSE500’de listelenen Hint firmalarının bir kısmını analiz ederek, EPU ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Almaghrabi (2021), çalışmasında sınır ötesinde borçlanmanın politika belirsizliğinin etkisini azaltmanın bir yolu olup olmadığını incelenmiştir. Çalışma, belirsizliğe maruz kalmayan yabancı kredi verenler daha düşük kredi spreadleri talep etse de yüksek bilgi maliyetlerini telafi etmek için politika belirsizliğinin yüksek olduğu dönemlerde dış kredilerin maliyetinin yurt içi kredilerin maliyetinden daha yüksek (veya eşit) olduğunu göstermiştir. Iğın (2022), çalışmasında Avrupa’nın seçilmiş tüm endekslerinin ekonomi politika belirsizliği ile kısa ve uzun dönemli negatif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Gürsoy ve Zeren (2022), 2015-2020 dönemleri arasında G7 ve BRIC ülkelerinin her biri için hesaplanan politik belirsizlik ile ilgili ülkelerin borsaları arasındaki ilişki incelenmiş, İngiltere, Amerika ve Brezilya için EPU endeksinden borsalara doğru tek yönlü, Almanya için değişkenler arasında çift yönlü bir nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir. Liu ve Wang (2022), Çin’de ekonomik politika belirsizliğindeki bir artışın daha yüksek bir sermaye maliyetine yol açtığını ve bu etkinin esas olarak borç maliyeti yerine özsermaye maliyetinin artmasından kaynaklandığını bulmuştur. Tabash vd. (2022) 2007-2016 arasındaki dönemde Asya ekonomisinde işlem gören işletmelerin ekonomik politika belirsizliği ve kurumsal finansman yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyerek EPU’nun borç finansmanı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ancak özsermaye finansmanı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kong vd. (2022), 2007-2019 yılları arasında Çin’de A-hisse listesinde yer alan şirketleri kullanarak EPU’nun firmaların yatırım kararları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma, global EPU’nun firmaların yatırım ölçüğünün ve verimliliğinin artmasını engellediğini, aynı zamanda aşırı yatırım veya yetersiz yatırım riskini artırdığını ortaya koymuştur. Andrikopoulos vd. (2023), küresel ekonomi politikası belirsizliğinin uluslararası sermaye girişleri üzerindeki etkisini ve makro ihtiyati politikaların bu etkiyi azaltıp azaltamayacağını araştırmıştır. 1997-2018 dönemi için 84 ülkeyi ele alan çalışmada küresel ekonomik politika belirsizliğindeki artışın uluslararası sermaye girişlerinin azalmasına yol açtığını görülmüş, sıkı makro ihtiyati politikaların bu olumsuz etkiyi yaklaşık yüzde 30 ile yüzde 40 oranında azaltabileceği vurgulanmıştır. Maquieira vd. (2023), 2011-2022 yılları arasında bakır firmaları üzerine yaptıkları çalışmada hem global EPU hem de yerel EPU’nun hisse senedi getirileri üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu bulgulamışlardır. Fujitani vd. (2023), ekonomik politika belirsizliğinin Japon firmalarının yatırım ve nakit tutma davranışları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Hem global hem yerel olarak hesaplanan belirsizliğin kullanıldığı çalışmada yerli EPU arttığında Japon firmalarının daha az yatırım yaptığı ve daha fazla nakit biriktirdiği, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki ekonomik politika belirsizliğinin Japonya’daki kurumsal yatırımlar üzerinde olumsuz yayılma (bulaşma) etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Jo ve Lee (2024), yöneticilerin anormal ihtiyari harcama kesintilerini, yönetsel kısa vadeciliğin bir göstergesi olarak kullanarak EPU ile yönetsel kısa vadecilik arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada 2002- 2020 dönemlerinde bu harcama kesintilerinin EPU’nun yüksek olduğu dönemlerde arttığını ve EPU’ya duyarlı firmalarda belirgin olduğu bulgulanmış ve EPU’nun yöneticilerin uzağı göremeyen davranışlarına neden olduğunu öne sürmüştür.

Frank ve Goyal (2003), 1950-2003 yılları arasında halka açık ABD işletmelerinin borç-özsermaye oranı kararlarında etkili olan faktörleri incelemiş; karlılık, maddi duran varlıklar, piyasa değeri/ defter değeri oranı, beklenen enflasyon ve temettü ödenmesi durumu gibi faktörlerin borçlanma kararına etki eden en önemli faktörler olduğu sonucuna ulaşmıştır. Demirhan (2009), çalışmasında BIST’te işlem gören firmalar için borçlanma yapısını etkileyen en önemli faktörleri firma büyüklüğü, likidite, karlılık ve firmanın dönen-duran varlık oranı olduğunu göstermiştir. Terim ve Kayalı (2009), 2000-

2007 döneminde Türkiye’de halka açık imalat işletmelerinin sermaye yapılarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmada işletmelerin maddi duran varlıkları, karlılıkları ve büyüme fırsatları ile kaldıraç oranları arasında anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Vo (2017), 2006-2015 yılları arasında Vietnam’da halka açık işletmelerin varlık büyümesi, maddi duran varlıkların oranı, kâr, firma büyüklüğü ve likidite dikkate alınarak yaptığı araştırmada uzun ve kısa vadeli kaldıraç için belirleyicilerin farklı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Sabir ve Malik (2012) çalışmasında Pakistan’da halka açık, petrol ve doğalgaz sektöründeki işletmelerin sermaye yapısında karlılığın negatif etkisi, likidite, büyüklük ve maddi duran varlıkların ise pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Pahuja ve Sahi (2015), 2008-2010 yılları arasında Hint şirketlerinin sermaye yapısını belirleyen faktörleri analiz etmiş, borç-özkaynak yapısının iki temel belirleyicisinin büyüme ve likidite olduğu sonucuna ulaşmıştır. Söylemez’in çalışmasında (2019), BIST’te işlem gören demir çelik metal sanayisindeki işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler incelenmiş kaldıraç oranları ile likidite ve büyüklük değişkenleri arasında negatif ilişki, borç dışı vergi kalkanı ve karlılık değişkenleri arasında ise pozitif ilişki tespit edilmiştir. Ramli vd. (2019) Malezya ve Endonezya’da sermaye yapısı belirleyicilerinin firma finansal performansı üzerindeki etkisini firma kaldırıcının aracılık etkisi ile incelenmiştir. Sonuçlar Malezya’da varlık yapısı, büyüme fırsatları, likidite, borç dışı vergi kalkanı ve faiz oranı, firma kaldırıcının firma finansal performansı üzerindeki dolaylı olarak etkilediğini göstermiştir. Ahmed vd. (2024) Bangladeş borsasında işlem gören işletmeleri baz alarak yaptıkları çalışmada tüm borç oranı türlerinin varlık getirisi (ROA) üzerinde negatif bir etkisi olduğu ve sadece kısa vadeli borç oranının özsermaye karlılığı (ROE) üzerinde negatif etkisi olduğu bulgusuna ulaşmıştır

#### 4. Yöntem ve Veri Seti

Bu çalışmada işletmelerin uzun ve kısa vadeli borçlanma kararlarında ekonomi politikaları belirsizliğinin etkisi araştırılmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören ve verilerine kesintisiz ulaşılabilen 83 adet imalat işletmesinin 2006:4-2023:3 tarihleri arasındaki çeyrek dönemlik verileri kullanılmıştır. Çalışmada işletmelerin borçlanma kararlarını kısa vadeli ve uzun vadeli borç oranı temsil etmektedir. Ekonomi politikası belirsizliğinin ölçümü, yapısının çok boyutlu olması ve göstergelerinin doğrudan bulunamaması gibi nedenlerle kolay olmamaktadır. Bununla birlikte metin analizlerine ve çeşitli endekslere dayanılarak EPB’yi ölçmek için metodolojiler geliştirilmiştir. Yaygın olarak kullanılan ölçümlerden biri Baker vd. (2016) tarafından geliştirilen Ekonomi Politika Belirsizliği Endeksi’dir (EPU endeksi). Literatürde bahsi geçen diğer belirsizlik ölçümü Ahir vd. (2022) tarafından geliştirilen Dünya Belirsizlik Endeksi’dir (WUI endeksi). Belirsizlik endeksleri bazı coğrafi kıtalara (Asya, Avrupa vb.) veya ülkelere özgü de hesaplanabilmektedir. Ahir vd. (2022) çalışması baz alınarak Federal Reserve Bank tarafından her ülke için (Türkiye için WUITR) bir endeks hesaplanmıştır. Bu çalışmada da küresel ekonomi politikaları belirsizliğini EPU ve WUI, yerel ekonomi politikası belirsizliğini ise WUITR temsil etmektedir. Bunun yanında ilgili literatür göz önüne alınarak işletmelerde borçlanma oranlarını etkileyebilecek faktörler de çalışmaya kontrol değişkenler olarak eklenmiştir. Bilindiği gibi borçlanma kararları sektörden sektöre, ülkeden ülkeye ve işletmeden işletmeye değişebilmektedir. Çalışmada borçlanmayı etkileyen ülke veya sektör düzeyinde değil firma düzeyindeki faktörler kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişkenler büyüklük ((Deesomsak vd.(2004); Eriotis vd.(2007); Terim ve Kayalı (2009) ; Frank ve Goyal(2009); Cuong ve Thi (2012); Elitaş ve Doğan (2013);Pahuja ve Sahi(2015); Yılmaz ve Düzakın (2017); Söylemez (2019); Ahmed vd.(2024)), büyüme fırsatı ((Deesomsak vd., 2004; Chen, 2004; Terim ve Kayalı, 2009)), Likidite (Deesomsak vd., 2004; Eriotis vd.(2007); Ata ve Ağ (2010); Sabir ve Malik (2012); Elitaş ve Doğan (2013); Pahuja ve Sahi (2015); Yılmaz ve Düzakın (2017); Söylemez (2019); Ahmed vd.(2024)); karlılık ((Terim ve Kayalı (2009) ; Frank ve Goyal (2009); Pahuja ve Sahi (2015); Yılmaz ve Düzakın, (2017); Söylemez (2019)) ve maddi duran varlıklardır

(Deesomsak vd. (2004); Terim ve Kayalı (2009); Elitaş ve Doğan (2013); Pahuja ve Sahi (2015)).

Çalışmada işletmelerin rasyolarına yönelik veriler Finnet programındaki bilgiler ile oluşturulmuştur. Ekonomi politikaları belirsizliği endeksinde ise internet sayfalarından yararlanılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm değişkenler, hesaplama yöntemleri ve sembolleri Tablo 1'de gösterilmektedir.

**Tablo 1.** Çalışmada kullanılan veriler ve sembolleri

Değişkenler	Hesaplama Yöntemi	Sembol
Uzun Vadeli Borç Oranı (Bağımlı Değişken)	Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif	UVB
Kısa Vadeli Borç Oranı (Bağımlı değişken)	Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif	KVB
Ekonomi Politikaları Belirsizliği (Bağımsız Değişken)	Baker vd. (2016)	EPU
Ekonomi Politikaları Belirsizliği (Bağımsız Değişken)	Ahir vd. (2022)	WUI
Türkiye İçin Hesaplanan Ekonomi Politikaları Belirsizliği (Bağımsız Değişken)	fred.stlouisfed.org (2024)	WUITR
Maddi Duran Varlık Oranı (Kontrol Değişken)	Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar	MDV
Likidite (Kontrol Değişken)	Dönen Varlıklar /Kısa Vadeli Borçlar	LKT
Büyüme Fırsatı (Kontrol Değişken)	[(Cari Dönem Toplam aktif değeri- Bir önceki dönem toplam aktif değeri)/Bir önceki dönem toplam aktif değeri	BF
Karlılık (Kontrol Değişken)	FAVÖK/ Toplam Varlıklar	FAVÖK
Büyüklik (Kontrol Değişken)	Net Satışların Logaritması	BYK

Çalışmada uzun vadeli borçların ve kısa vadeli borçların bağımlı değişken olarak kullanıldığı iki farklı panel regresyon modeli oluşturulmuştur. Modeller eşitlik (1) ve eşitlik (2)'de gösterilmiştir.

$$UVB_{i,t} = \alpha_{0,it} + \beta_{1,it} MDV_{it} + \beta_{2,it} LKT_{it} + \beta_{3,it} BF_{it} + \beta_{4,it} FAVÖK_{it} + \beta_{5,it} BYK_{it} + \beta_{6,it} EPU_{it} + \beta_{7,it} WUI_{it} + \beta_{8,it} WUITR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$KVB_{it} = \alpha_{0,it} + \beta_{1,it} MDV_{it} + \beta_{2,it} LKT_{it} + \beta_{3,it} BF_{it} + \beta_{4,it} FAVÖK_{it} + \beta_{5,it} BYK_{it} + \beta_{6,it} EPU_{it} + \beta_{7,it} WUI_{it} + \beta_{8,it} WUITR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Her iki modelde de  $i$  kesit,  $t$  ise zaman göstergesidir.

Teoride büyüme fırsatları ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin varlığı doğrulansa da bu ilişkinin yönü aynı değildir. Örneğin vekalet teorisi, yüksek büyüme fırsatına sahip işletmeler için büyüme ve borçlanma arasında negatif bir ilişki öngörmektedir. İşletmeler ilerleyen yıllarda borç alabilme fırsatından mahrum kalmamak için finansal

esnekliklerini korumak isteyebilirler. Diğer taraftan finansal hiyerarşi teorisine göre büyüme fırsatları kaldıraçla pozitif ilişkide olabilir. Finansal hiyerarşi teorisinde firmalar ilk etapta içsel kaynaklar olan dağıtılmamış karları, daha sonra düşük riskli borçları, yüksek riskli borçları ve son olarak da özsermaye kullanmayı tercih edecektir. Böylelikle işletmelerin iyi yatırım fırsatları karşısında iç nakit akışı olmadığında, projelerin finansmanı için borç ilk seçenektir ve bu tür şirketlerde sonuç yüksek kaldıraçtır (Mayers, 1984, ss.577-583).

Maddi duran varlıklar ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Maddi duran varlıklar işletmelerde teminat olarak kullanıldığı için, maddi varlıkların büyük bir kısmı firmaların dış finansman bulmasını kolaylaştırmakta bu da kaldıraç oranını yükseltmektedir. (Sbeti ve Moosa, 2012, ss.210)

Borçlanma oranı ile karlılık arasındaki ilişkide, Modigliani-Miller (1963) işletmelerin vergi kalkanından yararlanmak için borçlanmayı tercih edebileceği fikrini öne sürmektedir. Cari nakit akışı yüksek işletmelerin kredi tahsis etmesi daha kolay olacağı düşünüldüğü için kaldıraç ile karlılık arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenmektedir.

Likidite oranları ile kaldıraç arasında ise pozitif veya negatif ilişki beklenebilir. Likidite ile kaldıraç arasındaki negatif ilişkinin temel dayanağı işletmelerin fazla borcun daha fazla yükümlülüğün ve düşük dönen varlıkların olmasıdır. Diğer taraftan likiditesi yüksek olan firmalar vadesi gelen kısa süreli borçlarını daha iyi karşılayabildikleri için nispeten daha yüksek bir borç oranı kullanabilirler. Bu durum da işletmelerin likidite pozisyonları ile kaldıraç arasında pozitif ilişkiyi ifade etmektedir.

İşletme büyüklüğü ile kaldıraç oranları arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenebilir. İşletmeler büyüdükçe ve nakit akışları güçlendikçe daha geniş finansman kaynaklarına sahip olmaları, kredi notlarının daha yüksek olması, fonlara daha düşük maliyetle ulaşabilmeleri gibi nedenler, büyük işletmelerin borçlanma oranlarında artışı sağlayabilmektedir.

Ekonomi politikası belirsizliğinin borçlanma oranlarına etkisi, tartışılan güncel bir konu olup literatürde negatif veya pozitif sonuçlar elde edilmiştir. EPB'nin yüksek olduğu dönemlerdeki belirsiz koşullar, bankaların kredi vermede isteksiz davranması, yatırımların azalması ve sermaye maliyetlerinin artması gibi nedenler işletmelerin borçlanmalarını negatif olarak etkileyebilir. Öte yandan, sermaye maliyeti artsa dahi borç maliyetlerinin özsermaye maliyetlerinden daha az artması ve beklenen karlardaki belirsizlikler işletmeleri dış kaynak bulmaya yönlendirmekte bu da borçlanma oranlarını arttırmaktadır.

## 5. Ampirik Bulgular

Çalışmada ekonomik politika belirsizliğinin uzun ve kısa vadeli borçlanma oranlarına etkisini inceleyen ve kontrol değişkenleri de dikkate alan iki adet model oluşturulduktan sonra ilk olarak çoklu doğrusal bağıntı test edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler arasındaki yüksek korelasyonun olması durumunda çoklu doğrusal bağıntı problemi ortaya çıkmaktadır. Çoklu doğrusal bağıntının var olduğu durumlarda her bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini ölçmek zorlaştığı için regresyon modelinin güvenilirliğini de azalmaktadır. Çoklu doğrusal bağıntının olup olmadığına yönelik literatürde de sıkça kullanılan Spearman korelasyon testi ile varyans şişirme faktörü testi uygulanmıştır. Analize ilişkin sonuçlara Tablo 2'de ve Tablo 3'te yer verilmiştir.

**Tablo 2.** Pearson korelasyon testi

Korelasyon	BF	LKT	MDV	EPU	WUI	BYK	KVB	UVB	WUITR
BF	1.000								
LKT	0.044519	1.000							
MDV	0.133425	0.319247	1.000						
EPU	0.218005	0.160251	0.093133	1.000					
WUI	0.092808	0.111712	0.038172	0.602054	1.000				
BYK	0.182456	0.058997	0.032842	0.324657	0.157805	1.000			
KVB	0.128752	0.720978	0.346853	0.183228	0.104636	0.071368	1.000		
UVB	0.020559	0.150383	0.265704	0.094561	0.078774	0.245193	0.046505	1.000	
WUITR	0.071785	0.044008	0.026029	0.084896	0.263640	0.064455	0.052832	0.037151	1.000

**Not:** Tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Değişkenler arasındaki korelasyonun %90 ve üzerinde olması durumu sorun oluşturmaktadır. (Tabachnick ve Fidell, 2001) Tablo 2 incelendiğinde aralarında korelasyonun en fazla olduğu bağımsız değişkenlerin ekonomik politika belirsizliğine yönelik endeksler olduğu görülmektedir. WUI ile EPU arasındaki korelasyon katsayısı 0.60'tır. Çoklu doğrusal bağıntı probleminin bir diğer belirleyicisi ise Varyans Şişirme Faktörü (VIF) testidir. VIF testine yönelik sonuçlar Tablo 3'te gösterilmiştir

**Tablo 3.** Varyans şişirme faktörü (VIF) Testi

Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi VIF değeri
WUITR	2.77E-29	1.002863
EPU	1.88E-34	1.039613
BF	1.00E-34	1.001452
MDV	3.34E-33	1.147980
LKT	2.99E-31	1.347503
FAVOK	8.02E-34	1.051297
WUI	3.30E-33	1.469140
C	3.02E-29	NA

Tablo 3'te VIF değerlerinin 1 ile 1.47 arasında değiştiği görülmektedir. Bu sonuçlar, korelasyon testinin sonuçlarını da destekler nitelikte, bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağıntının olmadığını göstermektedir. Belsley ve arkadaşlarına göre (2005), VIF'in 10'dan küçük olması çoklu bağlantı sorununun olmadığı anlamına gelir. Dolayısıyla VIF sonuçlarına da dayanılarak verilerde çoklu bağlantı sorununun olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki aşamasında verilerin tanımlayıcı istatistiklerine yer verilmiştir. İstatistikler Tablo 4'te gösterilmektedir.

**Tablo 4.** Serilere yönelik tanımlayıcı istatistikler

	Ortalama	Medyan	Max	Minimum	St. Hata	Çarpıklık	Basıklık	J-B	Prob
UVB	24.39641	11.98000	4671.540	-21.05000	161.5474	24.91962	641.1975	1.14E+08	<0,01
KVB	40.91034	36.59000	975.8500	0.130000	40.20214	11.53998	215.0778	12606180	<0,01
EPU	168.4695	147.9052	370.2647	29.27998	73.04898	0.561373	2.648045	383.4879	<0,01
WUI	22900.39	20086.00	55685.00	9051.000	8859.829	1.396141	5.602737	4036.190	<0,01
WUITR	20623.24	20027.00	43171.00	6537.000	8098.255	0.635821	2.992762	449.0226	<0,01
MDV	47.97290	47.24500	99.66000	0.550000	21.71580	0.090769	2.360071	122.5628	<0,01
LKT	2.304890	1.350000	164.2800	0.020000	5.590011	14.26408	288.3341	22777542	<0,01
BF	7.482703	3.345000	6784.270	-98.1800	87.94176	69.55743	5312.617	7.81E+09	<0,01
FAVÖK	10.32591	11.18000	662.8800	-935.220	46.23308	-9.93998	173.5001	383.4879	<0,01
BYK	8.499684	8.521139	11.55509	11.55509	1.968483	-0.39287	3.761535	331.6615	<0,01

Tablo 4'te de görüleceği gibi, 2006:4-2023:3 tarihleri arasında 83 adet işletmenin ortalama UVB oranı %24, KVB oranı ise %41 olmaktadır. İşletmelerin ortalama likidite



oranı 2.3 olurken ortalama MDV'nin toplam varlıkların %47'si olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan karlılık oranının aktiflerin ortalama %10'u şeklinde gerçekleşmiştir.

Çalışmada regresyon analizinden önce serilerin durağanlıklarının sınanması için birim kök testleri uygulanmıştır. Bir serinin durağan olması (yani birim kök barındırmaması), onun sabit bir ortalama etrafında dağıldığı ve sabit bir varyansa sahip olduğu anlamına gelir. Bunun yanında serinin kovaryansının da zamansal fark dikkate alınarak sabit olması gerekmektedir. Durağan olmayan bir seri ile analiz yapıldığında hatalı sonuçlar elde edilerek yanlış yorumlamalara sebep olabilmektedir. Özellikle analiz yorumlaması yapıldığında dikkat edilen R2, t ve F değerleri sapmalı sonuçlar vererek sahte regresyon sorununu karşımıza çıkarmaktadır. Çalışmada panel birim kök testlerinin yatay kesit bağıntısının olmadığı varsayımı altında Tablo 5 ve Tablo 6'da gösterilmiştir.

**Tablo 5.** Panel veriler için birim kök analizleri

Testler	UVB		KVB		MDV	
	İstatistik	İstatistik(trend)	İstatistik	İstatistik(trendli)	İstatistik	İstatistik(trendli)
Levin, Lin & Chu	-1.06853**	1.57584*	-1.31402**	-1.69027*	-1.75966**	1.70318*
Im, Pesaran and Shin	-7.30405*	-5.43965**	-5.48987*	-6.64509*	-4.79115*	-3.60406**
ADF - Fisher Chi-square	352.044*	330.122*	340.112*	340.112*	277.985	283.774*
PP - Fisher Chi-square	594.500*	549.363*	677.187*	677.187*	549.918	611.866*

Not: \*%1, \*\* %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir

Tablo 5 ilk grup panel verilerin durağanlığının test edildiği testi sonuçlarını göstermektedir. %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde tüm değişkenler için durağan olmama yönündeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada kullanılan değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

**Tablo 6.** Panel veriler için birim kök analizleri

Testler	LKT		BF		FAVÖK		BYK	
	İstatistik	İstatistik(trend)	İstatistik	İstatistik(trend)	İstatistik	İstatistik(trend)	İstatistik	İstatistik(trend)
Levin, Lin & Chu	1.7031*	1.70318*	-16.87*	-20.8861**	-9.3193*	-12.8102*	4.39006*	-13.4747*
Im, Pesaran and Shin	-8.4284*	-7.4885**	1303.4*	-34.2961*	-16.445*	-19.2567*	3.21841*	-26.2763*
ADFFishr	429.73*	400.958*	1308.4*	1349.08*	719.37*	790.599*	136.812*	1069.29*
PP Fisher	770.42*	768.679*	3700.3*	3000.80*	1941.7*	1948.09*	1220.07*	2690.42*

Not: \*%1, \*\* %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir

Tablo 6 ikinci grup panel verilerin durağanlığının test edildiği testi sonuçlarını göstermektedir. %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde tüm değişkenler için durağan olmama yönündeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada kullanılan değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

**Tablo 7.** EPB endeksleri için birim kök analizleri

Değişkenler	ADF		PP	
	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trend	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trend
EPU	-2.192311*	-3.675663*	-2.192311**	-3.693818**
WUI	-4.209658**	-3.675663**	-5.164245*	-5.255927*
WUITR	-3.531592*	-2.905519*	-5.152295*	-5.272392*

Not: \*%1, \*\* %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir

Çalışmada bağımsız değişken olarak ele alınan ekonomi politikası belirsizliği endeksleri EPU, WUI ve Türkiye için hesaplanan belirsizlik endeksi WUITR zaman serisi verileri olup, zaman serileri için sıklıkla kullanılan ADF ve PP birim kök testleri ile durağanlıkları incelenmiştir. Tablo 7’de de görüldüğü gibi her üç değişken de %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde düzeyde durağandır.

Çalışmada öncelikle uzun süreli borç oranının bağımlı değişken olduğu Model 1 incelenmiştir. Serilere yönelik tüm ön testler gerçekleştirildikten sonra panel modelin sabit etkiler mi rassal etkiler mi yoksa havuzlanmış yöntem ile mi tahmin edilmesi gerektiğine yönelik testler uygulanmıştır. EPB’nin uzun vadeli borçlanma düzeyi üzerine etkisini inceleyen ilk modelin havuzlanmış en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilip edilemeyeceği Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı ile incelenmiştir.

#### Model 1 İçin Uygun Panelin Seçilmesi

**Tablo 8.** F ve LM testi sonuçları

Test	Değer	Olasılık
F	11.56307	0.0000
LM	53.912	0.0000

Tablo 8’de verilen testlerin sonucuna göre model, söz konusu yöntemle araştırılmaya uygun değildir. Modelin havuzlanmış modelle veya sabit etkiler modeli ile tahmin edilip edilemeyeceğine yönelik F testi gerçekleştirilmiş ve olasılık değeri kritik değerın altında olduğu için sıfır hipotezi reddedilerek sabit etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo 9.** Hausman test sonucu

Test	Ki-Kare İstatistik	Olasılık
Hausman	813.445128	0.0000

Çalışmada panel modelin seçilmesinde kullanılan diğer test Hausman testidir. Daha önceki F ve LM testlerinde modeli havuzlanmış en küçük kareler modeliyle tahmin etmenin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştı. Hausman testi ile de modelin rassal etkiler veya sabit etkiler ile tahmin edilip edilemeyeceği test edilmiştir. Söz konusu test sonucu serilerin sabit etkiler modeliyle tahmin edilmesinin daha uygun olduğunu göstermektedir.

Sabit etkiler tahmincisi kullanılarak oluşturulan modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları test edilmiştir. Her iki testin varsayımları hata terimi ile ilgili temel varsayımlardır. Değişen varyans, hata terimleri kovaryansının sıfırdan farklı olması ve varyansının tüm kesitlerde farklı olması anlamına gelmektedir. Otokorelasyon problemi ise birbirini izleyen hata terimleri arasındaki ilişkinin anlamlı olması, başka bir ifadeyle birim değerlerin birbirine bağımlı olması anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda panel veriler arasında sistematik bir ilişki olmakta bu da sapmalara ve tutarsızlıklara yol açmaktadır (Topaloğlu, 2017:28). Bu çalışmada modelin değişen varyansının test

edilmesinde Wald testi, otokorelasyon sınanmasında ise Durbin Watson testi uygulanmıştır.

**Tablo 10.** Değişen varyans ve otokorelasyon testi

Test	Değer	Olasılık
Wald	37.15027	0.0000
Durbin Watson	0.192308	

Tablo 10'da değişen varyans varlığı için Wald testi ile otokorelasyon varlığı için Durbin Watson testlerinin sonuçları gösterilmiştir. Wald test istatistiğinin olasılık değeri 0.05'ten küçük olması modelde değişen varyans problemine işaret etmektedir. Çalışmanın örneklem sayısı göz önünde bulundurulduğunda Durbin Watson d istatistiği tablosunda d istatistiğinin dl (alt sınır) değeri 1.312, du (üst sınır) değeri 1.714 olduğu görülmektedir. Çalışmada Durbin Watson istatistiği sonucunun (0.192308;  $0 < d < dl$ ) alt sınırın da altında olması otokorelasyon varlığını kanıtlamaktadır. Modelde değişen varyans ve otokorelasyon problemi ile yatay kesit bağımlılığının varlığı tespit edilmiştir. Panel veri modellerinde hem eş zamanlı hem de zaman içinde hatalar arasında otokorelasyon ve değişen varyans bulunduğu durumlarda Panel EGLS (Estimated Generalized Least Squares) yönteminin kullanılması önerilmektedir (Mance vd., 2020, s.1-16). Mevcut literatür incelendiğinde Topaloğlu (2017), Turaboğlu vd. (2017) ile Demir ve Özkaya (2021) çalışmalarının da Panel EGLS kullanılmıştır. Panel EGLS yönteminin sonuçları Tablo 11'de gösterilmektedir.

**Tablo 11.** Panel EGLS (Cross-section weights) Sonuçları

Bağımlı Değişken: UVB				
Değişken	Katsayı	St.Hata	t-istatistik	Olasılık
C	14.28248	5.724355	2.495038	0.0126
WUITR	3.821064	1.582852	2.414038	0.0158
GEPÜ	0.016474	0.004863	3.387782	0.0007
WUI	1.34E-05	3.33E-05	0.403635	0.6865
BF	-0.003020	0.009937	-0.303940	0.7612
LKT	0.082492	0.072952	1.130764	0.2582
MDV	0.239482	0.015275	15.67813	0.0000
FAVOK	-0.000565	0.002532	-0.222984	0.8236
BYK	-0.654990	0.672041	-0.974628	0.3298
R-kare	0.561246			
Düz.Rkare	0.554051			
F-istatistik	7.799.816			
Olasılık	0.000000			

İlk modelde bağımlı değişken uzun vadeli borçlanma oranı, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenler olarak kurulmuştur. Sonuçlar incelendiğinde öncelikle Türkiye için oluşturulan belirsizlik endeksinin (WUITR) ve global belirsizlik endeksi olan EPU'nun uzun vadeli borçlanma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Katsayılara bakıldığında WUITR endeksindeki bir birimlik artışın uzun vadeli borçlanma oranlarında %3,8 artışa neden olduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle ekonomik politik belirsizliğin artması uzun vadeli borçlarda da artışa neden olmaktadır. Bunun yanında maddi duran varlık oranı da uzun vadeli borçlar üzerinde pozitif etkiye sahiptir. İşletmelerin maddi duran varlıkları arttıkça dış finansman bulmasının kolaylaştığı düşünülmektedir.

#### Model 2 İçin Panel Seçimi

İkinci modelde bağımlı değişken olarak kısa vadeli borç oranları kullanılmış ve ekonomi politikaları belirsizliğinin KVB oranları üzerine etkisi incelenmiştir. Daha önce çoklu doğrusal bağlantı, yatay kesit bağıntıları ve birim kök testleri yapıldığı için bu adımda bu testler tekrar edilmemiştir. İkinci modelde sabit etkiler, rassal etkiler veya havuzlanmış en küçük kareler yöntemlerinden uygun olanı seçilmiş daha sonra değişen

varyans ve otokorelasyon testlerine göre panel regresyon modeline karar verilerek uygulama yapılmıştır. Serilere havuzlanmış en küçük kareler yönteminin uygulanıp uygulanamayacağı LM testi sonuçlarına göre belirlenmiştir

**Tablo 12.** F ve LM testi sonuçları

Test	Değer	Olasılık
F	2095.227991	0.0000
LM		0.0000

Testlere ilişkin sonuçlar Tablo 12’de yer almaktadır. Hem LM hem F testi sonuçlarına göre modelin havuzlanmış EKK yöntemine göre tahminin uygun olmadığı ve modelde birim etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelde sabit etkiler veya rassal etkilerin kullanılacağı Hausman testi ile belirlenmektedir. Hausman test sonuçları tablo 13’te gösterilmiştir.

**Tablo 13.** Hausman test sonucu

Test	Ki-Kare İstatistik	Olasılık
Hausman	54.703030	0.0000

Test sonuçları bu model için sabit etkiler tahmincisinin uygun olduğunu göstermektedir. Sabit etkiler tahmincisi kullanılarak modelde otokorelasyon ve değişen varyans problemi Durbin Watson ve Wald testleri ile incelenmiştir. Söz konusu testlere ilişkin sonuçlar tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 14.** Değişen varyans ve otokorelasyon testi

Test	Değer	Olasılık
Wald	126.4808	0.0000
Durbin Watson	0.339480	

Tablo 14 değişen varyans varlığı için Wald testi ile otokorelasyon varlığı için Durbin Watson testlerinin sonuçlarını göstermektedir. Wald test istatistiğinin olasılık değeri 0.05’ten küçük olması modelde değişen varyans problemini işaret etmektedir. Çalışmanın örneklem sayısı göz önünde bulundurulduğunda Durbin Watson d istatistiği tablosunda d istatistiğinin dl (alt sınır) değeri 1,312, du (üst sınır) değeri 1.714 olduğu görülmektedir. Çalışmada Durbin Watson istatistiği sonucunun (0,339480;  $0 < d < dl$ ) alt sınırın da altında olması otokorelasyon varlığını kanıtlamaktadır. Böylece hem otokorelasyon hem değişen varyans durumunu dikkate alarak analize izin veren Panel EGLS yöntemi uygulanmış ve sonuçlar Tablo 15’te özetlenmiştir.

**Tablo 15.** Panel EGLS (Cross-section weights) Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken: KVB				
Değişken	Katsayı	St.Hata	t-istatistik	Olasılık
C	57.75878	4.131854	13.97890	0.0000
WUITR	0.964067	0.716916	1.344742	0.0178
EPU	0.019404	0.003970	4.887140	0.0000
WUI	1.98E-06	1.86E-05	0.106278	0.9154
BF	-0.000507	0.000182	-2.783831	0.0054
LKT	-5.460914	0.613419	-8.902421	0.0000
MDV	-0.423922	0.020598	-20.58102	0.0000
FAVOK	-0.024986	0.006683	-3.738469	0.0002
BYK	0.999555	0.420337	2.377986	0.0174
R-kare	0.828592			
Düz.R-kare	0.825781			
F-istatistik	294.7556			
Olasılık	0.000000			

Tablo 15, kısa vadeli borçların bağımlı değişken olarak yer aldığı panel regresyon tahmin modelinin sonuçlarını göstermektedir. Tablo incelendiğinde öncelikle hem

Türkiye için hesaplanan hem de küresel belirsizlik endeksinin kısa süreli borçlara etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu görülmektedir. Başka bir anlatımla ekonomi politikası belirsizliğinin artması kısa vadeli borçlanmalarda artışa neden olmaktadır. Diğer taraftan kontrol değişkenlerin tamamı da kısa vadeli borçlanma üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

## 6. Sonuç ve Değerlendirme

İşletmelerin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararları riske maruz olma durumlarını, sermaye yapılarını, finansal yönetimi ve büyüme kapasitelerini etkilediğinden temel öneme sahiptir. Ancak ekonomi politika belirsizliğinin varlığı işletmelerin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarını karmaşık hale getirebilmektedir. Bu çalışmada da ekonomi politikaları belirsizliğinin işletmelerin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarını nasıl etkilediği incelenmiştir. Bunun için 2016 yılının son çeyreğinden başlayarak 2023 yılının üçüncü çeyreğine kadar BIST’de işlem gören ve verilerine kesintisiz ulaşılabilen 83 adet imalat işletmesinin verileri analiz edilmiştir. Analizde bağımlı değişken olan borçlanma yapılarını kısa ve uzun vadeli borç oranları temsil etmiş, bağımsız değişken olan ekonomi politikaları belirsizliğinde ise hem global temsilciler EPU, WUI hem de Türkiye için hesaplanan belirsizlik endeksi WUITR kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca mevcut literatür gözetilerek borçlanma yapısını etkileyen diğer faktörler olan büyüme fırsatı, karlılık, likidite, büyüklük ve maddi duran varlık oranları da kontrol değişkenler olarak araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırmada EPB’nin hem uzun vadeli ve kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Katsayılar karşılaştırıldığında ise belirsizliğin uzun vadeli borçlanma oranlarına olan etkisinin de daha büyük olduğu görülmektedir. Mevcut literatür incelendiğinde bu çalışmanın sonuçları Tabash vd. (2022) ve Almaghrabi (2021) çalışmaları ile farklı sonuçlar vermiştir. Tabash vd. (2022) çalışmasında belirsizliğin borçlanma oranlarını negatif olarak etkilediği bulunmuş ve bu da arz ve talep etkisi nedeniyle, kurumsal firmaların yüksek EPB döneminde borç finansmanı yerine daha fazla özsermaye finansmanı elde etmesi, kredi veren kuruluşların yüksek temerrüt riski nedeniyle kredi vermektan çekinmesi gibi temellere dayandırılmıştır. Bu çalışma ise aynı alanda yapılan Bajaj vd.’nin (2021) çalışmasıyla benzer sonuçlar vermiştir. Bajaj vd. (2022), ekonomi politika belirsizliğinin firmaların borçlanma oranlarını pozitif anlamda etkilediğini bulgulamış ve bunu beklenen karlara ilişkin belirsizliklerin artması nedeniyle işletmelerin dış finansman kaynaklarına başvurması şeklinde gerekçelendirmiştir. Böyle bir gerekçenin Türkiye’deki imalat işletmeleri için de geçerli olduğu düşünülmektedir. Belirsizlik dönemlerinde kredi arzının kısıtlanması sonucu kaldıraç oranının azalması ve borç maliyetinin artması literatürde yaygın olarak kabul edilen bir durumdur. Ancak EPB ile borçlanma oranları arasındaki pozitif ilişki belirsizlik dönemlerinde borcun maliyeti artsa da özsermaye maliyetindeki artıştan nispeten daha düşük olduğunu gösterebilir. Çalışma örnekleminin dönemi olan 2016-2023 yılları arasında Türkiye’de iflas ve iflas kanunlarının da pek çok kez değişime uğradığı görülmektedir. Bu şekildeki politika değişikliklerinin de borçlanma oranları üzerinde etkili olduğu söylenebilir. Çalışmanın sonuçları aynı zamanda firmaya özgü diğer faktörlerin de borçlanma yapısındaki rolünü doğrulamaktadır. Kısa vadeli borçlanma oranları üzerinde firma kaynaklı tüm kontrol değişkenler anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu noktada Türkiye’deki işletmelerin finansal yönetimde kısa vadeciliğe verdiği önem tartışılabilir. Nitekim enflasyonist ortamlarda işletmeler genellikle kısa vadeli kaynaklara yönelebilir; ancak bu durumun da finansal riski arttırdığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu çalışmanın ekonomi politikası belirsizliğinin Türkiye’deki işletmelerin borçlanma oranları üzerindeki etkisini araştırarak ulusal ve uluslararası literatüre katkıda bulunması beklenmektedir. Ancak bu çalışmanın sadece imalat işletmelerini kapsayan bir örnekleme sahip olması, araştırmanın en önemli sınırlılıklarından biridir. Diğer sektörlerin de incelenerek karşılaştırma yapılması EPB’nin borç yapısı üzerindeki ilgili etkisine ilişkin daha kapsamlı bilgiler sağlayabilir. Bunun yanında, EPB’nin Türkiye’deki borçlanma

oranı dinamikleri üzerine etkisine yol açan diğer faktörlerin belirlenmesi veya gelişmekte olan ülkelerin Türkiye ile karşılaştırılması ilerideki çalışmalar için yol gösterici olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca çalışmanın analizinde yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayılarak Panel EGLS testi uygulanmıştır. İlerleyen çalışmalarda yatay kesit bağımlılığı sınanarak, gerektiğinde yöntemde değişikliğe gidilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

## Kaynakça

- Ahir, H., Bloom, N. & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index. *NBER Working Paper* No. 29763, 1-115. <https://www.nber.org/papers/w29763>
- Ahmed, F., Rahman, M.U., Rehman, H.M., Imran, M., Dunay, A., Hossain, B., (2024). Corporate capital structure effects on corporate performance pursuing a strategy of innovation in manufacturing companies, *Heliyon*, 10(3), 1-17.
- Andrikopoulos, A., Chen, Z., Chortareas, G.& Li, K. (2023). Global economic policy uncertainty, gross capital inflows, and the mitigating role of macroprudential policies. *Journal of International Money and Finance*, 131, 1-22.
- Almaghrabi, K. S. (2021). Borrowing during periods of policy uncertainty: the role of foreign lenders. *Review of Financial Analysis*, 77, 1-16.
- Ata, A. H. & Ağ Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 45-50.
- Attig, N., ElGhoul, S., Guedhami, O.& Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 66, 1-28
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Baker, S. R., Bloom, N. & Davis S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *Q. J. Econ*, 131(4), 1593–1636.
- Bajaj, Y.- Kashiramka, S. & Singh, S. (2021). Economic policy uncertainty and leverage dynamics: evidence from an emerging economy. *International Review of Financial Analysis*, 77, 1-15.
- Belsley, D., Kuh, E. & Welsch, R. E., (2005). *Regression diagnostics: identifying influential data and sources of collinearity*. Wiley Series in Probability and Statistics.
- Canbaş, S.-Vural, G. (2010). *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler*, Adana: Karahan Kitabevi.
- Cuong, N.T., Thi, C. N. (2012). The factors affecting capital structure for each group of enterprises in each debt ratio threshold: evidence from Vietnam's seafood processing enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, 94, 23-35.
- Chen, J.J. (2004), Determinants of capital structure of Chinese-listed companies *Journal of Business Research*, (57),1341-1351.
- Deesomsak, R., Paudyal K. & Pescetto G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia pacific region. *Journal of Multinational Financial Management* 14, 387-405.
- Demir, O & Özkaya, Y. (2021). Nüfusun yaş yapısı-ekonomik büyüme ilişkisi; en büyük 20 ekonomi örneği. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 41, 17-32
- Demirhan, D. (2009). Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin analizi: İMKB hizmet firmaları üzerine bir uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 9(2), 677-697.
- Elitaş, L. B. & Doğan, M. (2013). Sermaye yapısını belirleyen faktörler: İMKB sigorta şirketleri üzerine bir araştırma, *Möдав*, 2, 41-57.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. & Neokosmidi, Z. V. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study, *Managerial Finance*, 33, 321- 329.
- Frank, M. Z.& Goyal, V.K. (2003). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37
- FRED. <https://fred.stlouisfed.org/searchresults?st=economic+policy+uncertainty>, Erişim Tarihi: 22.04.2024
- Fujitani, R., Hattori, M.& Yasuda, Y. (2023). Domestic and international effects of economic policy uncertainty on corporate investment and strategic cash holdings: Evidence from Japan. *Journal of The Japanese and International Economies* 69, 1-13.
- Gürsoy, S. & Kılıç, E. (2021). Küresel ekonomik politik belirsizliğin Türkiye CDS primi ve BIST bankacılık endeksi üzerindeki volatilité etkileşimi: DCC-GARCH Modeli Uygulaması, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 35(4), 1323-1334.

- Gürsoy, S. & Zeren, F. (2022). Ekonomik politika belirsizliği ve borsa ilişkisi: G7 ve BRIC Ülkeleri Örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (61), 353-368.
- İlgin, S. K. (2022). Ulusal ekonomik politika belirsizliği ile borsa endeksleri arasındaki ilişkinin incelenmesi: seçilmiş Avrupa ülkeleri için ampirik bir analiz. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 455-474
- Jo, E. H. & Lee, J.W. (2024). Economic policy uncertainty and managerial short-termism. *International Review of Financial Analysis*, 93, 1-11.
- Kong, Q., Li, R., Wang, Z. & Peng, D. (2022). Economic policy uncertainty and firm investment decisions: dilemma or opportunity? *International Review of Financial Analysis*, 83, 1-13.
- Korkmaz, Ö. & Güngör, S. (2018). Küresel ekonomi politika belirsizliğinin borsa İstanbul'da işlem gören seçilmiş endeks getirileri üzerindeki etkisi. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(ICEESS'18), 211-219.
- Liu, J. & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 81, 1-11.
- Mance, D., Vilke, S. & Debelić, B. (2020). Sustainable governance of coastal areas and tourism impact on waste production: panel analysis of croatian municipalities. *Sustainability*, 12(18), 1-16.
- Maquieira, C. P., M'endez, C. E. & Flores, O.G., (2023). How does economic policy uncertainty (EPU) impact copper-firms stock returns? International evidence. *Resources Policy*, 81, 1-11.
- Modigliani, F.- Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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(2), 187-221.
- Myers, S. C (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Pahuja, A. & Sahi, A. (2015). Factors affecting capital structure decisions: empirical evidence from selected Indian firms, international. *Journal of Marketing, Financial Services and Management Research*, 3(3), 76-86.
- Ramli, N. A., Latanb, H. & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance a PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Sbeti, W. M. & Moosa, I. (2012). Firm-specific factors as determinants of capital structure in the absence of taxes. *Applied Financial Economics*, 22(3), 209-213.
- Sabir, M. & Malik Q. A. (2012). Determinants of capital structure – a study of oil and gas sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 395-400.
- Söylemez, Y. (2019). Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler: demir çelik metal ana sanayi uygulaması, *Sosyoekonomi*, 27(40), 91-104.
- Suh, H. & Yang, J.Y. (2021). Global uncertainty and global economic policy uncertainty: different implications for firm investment. *Economics Letters*, 1-5.
- Sunder, L.S. & Myers, S.C. (1999) Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Tabachnick, B. & Fidell, L. (2001). *Using multivariate statistics*. Boston: Allyn and Bacon.
- Tabash, M I., Farooq, U., Ashfaq, K. & Tiwari, A. K. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies, *Research in International Business and Finance*, 60, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101574>
- Terim, B. & Kayalı, C.A., (2009). Sermaye yapısını belirleyici etmenler: Türkiye'de imalat sanayi örneği, *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 125-154.
- Topaloğlu, E.E. (2017). Bankalarda finansal kırılganlığı etkileyen faktörlerin panel veri analizi ile belirlenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 13(1), 15-38.
- Turaboğlu, T., Erkol A.Y., Topaloğlu, E.E. (2017). Finansal başarısızlık ve sermaye yapısı kararları: BIST100 endeksindeki firmalar üzerine bir uygulama. *Business and Economic Research Journal*, 8(2), 247-258
- Vo, V.X. (2017). determinants of capital structure in emerging markets: evidence from Vietnam. *Research In International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking and Finance*, 111, 1-15.

---

Yılmaz, S.& Düzakın, Gereklioğlu H. (2017). Sermaye yapısının belirleyicileri: Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren kimya sektörü işletmeleri üzerine bir uygulama. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 21(2), 29-41.

---

**Çıkar Çatışması:** Yoktur.

**Finansal Destek:** Yoktur.

**Etik Onay:** Yoktur.

**Yazar Katkısı:** Seda TURNACIGİL (%100)

**Conflict of Interest:** None.

**Funding:** None.

**Ethical Approval:** None.

**Author Contributions:** Seda TURNACIGİL (100%)

---