



Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi

Yıl: 2026 Sayı: (21) ss: 1-20

Academic Review of Economics and Administrative Sciences

Year: 2026 Issue: (21) pp: 1-20

<http://dergipark.org.tr/pub/ohuiibf/>

ISSN: 2564-6931

DOI: 10.25287/ohuiibf.1918464

Geliş Tarihi/Received: 29/03/2026

Kabul Tarihi/Accepted: 30/07/2026

Yayınlanma Tarihi/Published: 10/08/2026

Araştırma Makalesi

Research Article

ENFLASYONUN İŞLETMELERİN BORÇ YAPISI VE FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Fevziye KALIPÇI ÇAĞIRAN¹

Merve GÜLMEZ ÖZDEMİR²

İdris VARICI³

Öz

Enflasyon bir taraftan girdi ve borçlanma maliyetlerini artırırken diğer yandan doğru öngörü ve fiyatlama modelleriyle işletmelerin kârlılıklarına da pozitif etki edebilmektedir. Bu noktada ortaya çıkan finansal belirsizlik işletmelerin borçlanma yapılarını da etkileyebilmektedir. Enflasyonla birlikte borçlanma maliyetlerinin artışı ve uzun vadeli finansmana erişimin zorlaşması gibi nedenler likidite ihtiyacının karşılanması için işletmeleri finansman maliyeti daha düşük olan kısa vadeli borçlanmaya yöneltebilmektedir. Bu çalışma Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 198 işletmenin 2019-2023 dönemi beş yıllık mali tablolarından yararlanılarak enflasyonun finansal sürdürülebilirlik ve borçlanma yapısı üzerindeki etkisini inceleme amacını taşımaktadır. Bu amaçla kurulan hipotezlerin test edilmesinde panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre enflasyon kısa vadeli borçlanmayı ve net borçluluğun nakit akışına oranını ifade eden finansal sürdürülebilirlik oranını anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Ancak net borçluluğun nakit akışına oranını temsil eden finansal sürdürülebilirlik oranının yükselmesi işletmelerin likidite riskini artırdığından, esasen enflasyonun finansal sürdürülebilirliği olumsuz (negatif) etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte borçlanma yapısına kârlılık, büyüme olanakları, firma büyüklüğü, likidite ve varlık yapısının etki ettiği tespit edilirken finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde borçların özkaynaklara oranının anlamlı ve pozitif etkisi olduğu, varlık devir hızının ise anlamlı ve negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler : Enflasyon; Finansal Sürdürülebilirlik; Borç Yapısı.

Jel Sınıflandırılması : M41; Q5

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, fevziye.kalipci@omu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-2443-1265

² Arş. Gör. Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, merve.gulmez@omu.edu.tr, ORCID: 0000-0001-7420-9657

³ Prof. Dr., Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, idris.varici@omu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-1825-0289

Atıf/Citation:

Kalıpcı Çağırın, F., Gülmez Özdemir, M. & Varıcı, İ. (2026). Enflasyonun İşletmelerin Borç Yapısı ve Finansal Sürdürülebilirliği Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 21, 1-20, <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.1918464>.

THE IMPACT OF INFLATION ON COMPANIES' DEBT STRUCTURE AND FINANCIAL SUSTAINABILITY: A RESEARCH ON COMPANIES LISTED ON BORSA İSTANBUL

Abstract

While inflation increases input and borrowing costs, it can also positively impact the profitability of companies through accurate forecasting and pricing models. The resulting financial uncertainty can also affect companies' debt structures. Increased borrowing costs and difficulty accessing long-term financing due to inflation can lead companies to resort to short-term borrowing, which has lower financing costs, to meet their liquidity needs. This study aims to examine the impact of inflation on financial sustainability and debt structure by using the five-year financial statements (2019-2023) of 198 companies operating on Borsa İstanbul. Panel data analysis was used to test the hypotheses for this purpose. According to the analysis results, inflation has a significant and positive impact on short-term borrowing and financial sustainability ratio measured by the net debt to cash flow ratio. However, because a higher financial sustainability ratio-measured as net debt to cash flow-elevates firms' liquidity risk, the findings indicate that inflation negatively affects financial sustainability. Furthermore, profitability, growth opportunities, firm size, liquidity, and asset structure affect the debt structure while debt-to-equity ratio has a significant and positive effect on financial sustainability ratio and the asset turnover ratio has a significant and negative effect on financial sustainability ratio.

Keywords : Inflation; Financial Sustainability; Debt Structure.

Jel Classification : M41; Q56.

GİRİŞ

Enflasyon işletme yöneticilerinin yatırım ve finansman kararlarını etkilediği gibi o işletmenin finansal bilgilerini kullanacak olan karar alıcıların da kararlarını etkilemektedir. Özellikle enflasyon ortamında meydana gelen belirsizlik işletmelerin uzun vadeli yatırım kararlarında stratejik rol oynamaktadır. Çünkü uzun vadeli yatırımlar büyük kaynaklara ihtiyaç duyan yatırım kararlarını içermektedir. Finansal tablolarda varlık kaynak uyumluluğu açısından temel prensip olan sabit yatırımların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi durumu enflasyonist ortamlarda mantığını kaybedebilmektedir. Çünkü işletmelerin gelecek açısından bir değerlendirme yapma kabiliyeti ortadan kaybolmaktadır. Bu bakımdan özellikle enflasyonist ortamlarda gelecek belirsizliği nedeniyle işletmelerin daha çok kısa vadeli kaynaklara yöneleceği tahmin edilmektedir.

Kısa vadeli kaynaklara yönelme eğilimi, enflasyonist ortamlarda satın alma gücündeki azalışa bağlı olarak ürün talebinde meydana gelen daralma ile birleştiğinde işletmelerin likidite yönetiminde ciddi güçlüklerle karşılaşmasına yol açabilir. Bu dönemlerde işletmelerin kullandıkları kısa vadeli yabancı kaynakları ödemede güçlük çekmesi ile finansal anlamda sürdürülebilirlik sorunu ile karşılaşma ihtimali ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda enflasyonun kısa vadeli borç ve finansal sürdürülebilirlik üzerindeki etkisi bu çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır.

Araştırmada enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği ve borç yapısı üzerindeki etkisi eşleştirme teorisi, beklenti teorisi, vekâlet maliyeti teorisi, sinyal teorisi, Fisher etkisi ve vergi temelli teoriye göre irdelenmiştir. Bu teorilerden hipotez oluştururken de faydalanılmış olup teorilerden yola çıkılarak enflasyon ortamında işletmelerin borç vadelerindeki davranışları ve finansal sürdürülebilirlikleri analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu anlamda araştırma ile enflasyonun etkilerini sadece tek bir bakış açısıyla değil çok sayıda finansal teori üzerinden irdeleyerek literatüre derinlik kazandırılmaya çalışılmıştır.

Çalışma kapsamında ulaşılan analiz bulguları, enflasyonun kısa vadeli borçlanma ile finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ancak enflasyon artışı finansal sürdürülebilirlik oranını istatistiksel olarak artırsa da oranın bileşenleri yorumlandığında; orandaki artış işletmenin ana faaliyetlerinden ürettiği nakde kıyasla net borç yükünün yükseldiğini göstermektedir. Bu nedenle işletmelerin finansal esnekliği kaybolmakta, finansal sürdürülebilirliği ve borç ödeme kapasiteleri olumsuz etkilenmektedir. Ayrıca borçlanma yapısının kârlılık, büyüme olanakları, firma büyüklüğü, likidite ve varlık yapısından etkilendiği

belirlenmiştir. Finansal sürdürülebilirlik oranını açıklayan faktörler incelendiğinde ise; borçların özkaynaklara oranının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı, varlık devir hızının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında enflasyon, finansal sürdürülebilirlik ve kısa vadeli borçlanma ilişkilerine değinildikten sonra araştırma kısmı ile devam edilmektedir.

I. ENFLASYON VE FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Finansal sürdürülebilirlik işletmelerin gerekli kârlılıkla sorunsuz bir şekilde faaliyet göstermesi ve iflas riskinden uzak durmak için gerekli likiditeye sahip olması şeklinde tanımlanmaktadır (Henock, 2019: 2). Finansal sürdürülebilirlik, yalnızca mevcut kârlılığın korunmasını değil, aynı zamanda işletmenin ekonomik dalgalanmalara karşı direnç gösterebilmesini de gerektirir. Bu bağlamda makroekonomik değişkenler, özellikle enflasyon, işletmelerin hem kârlılık yapısını hem de likidite dengesini doğrudan etkileyerek finansal sürdürülebilirliğin devamlılığı üzerinde belirleyici bir rol oynayabilmektedir.

Enflasyon paranın satın alma gücünü azaltarak maliyetleri artırır ve gelir düzeyinde azalmalara sebep olur. Çünkü enflasyondaki artışla birlikte girdi maliyetleri sürekli artarken işletmenin ürün fiyatlarında aynı düzeyde artış gerçekleştiremeyebilir. Bu nedenle işletmelerin operasyon kârlılıklarında düşüş meydana gelebilmektedir. Girdi maliyetlerinin yanında işletmenin katlanması gereken faaliyet dışı giderlerinde de enflasyonla birlikte artış meydana geldiğinden satış kârlılıkları bütün bu maliyetleri karşılayacak düzeyde olamayabilir. Bütün bu nedenlerle enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği üzerinde etkileri olabilmektedir.

Enflasyonun artması ücretler, hammadde ve kamu hizmetleri (enerji) gibi üretim maliyetlerinin artmasına sebep olabilmektedir (Javed & Anwar, 2020: 3606; Nwosu, Mairafi, Musa & Kolo, 2025: 260). Üreticiler de ürünlerinin satış fiyatını artırarak satın alma gücünü aşındırmaktadırlar. Bu durum işletmenin esas faaliyetlerden elde edeceği kârını düşürmekte ve şirketin finansmanı üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olabilmektedir. Dolayısıyla işletmelerin değişken maliyetlerdeki artışı kontrol altına almaları gerekmektedir. Aksi halde performansları azalacağından uzun vadede finansal darboğazla karşı karşıya kalabilmektedirler (Javed & Anwar, 2020: 3606).

Öte yandan bazı sektörlerde devletlerin fiyat politikası gereği enflasyonun girdi maliyetleri üzerindeki etkisine rağmen fiyat artışını yeterli düzeyde satış fiyatına yansıtmadıklarından işletmeler sorun yaşayabilmektedirler. Bu durum, söz konusu işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Çünkü işletmenin giderleri ile gelirleri arasında denge kurulması zorlaşmaktadır (Moradi, Ahadi & Sierpiński, 2023: 11). Benzer şekilde enflasyonun maliyetlerde yarattığı artışın satış fiyatı ile tolere edilmek istenmesi, müşteri kaybına neden olabileceğinden satış fiyatı artsa bile satış miktarı azalacağından yine kârlılık üzerinde aşınmaya sebep olabilecektir (Moradi vd., 2023: 20).

Yapılan araştırmaların bir kısmı enflasyonun finansal sürdürülebilirliğe etkisini negatif yönde tespit ederken, bazı çalışmalarda ise pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Örneğin, Nijerya’da yapılan bir çalışmada enflasyon nedeniyle Nijerya’daki tüketici harcamalarındaki azalmanın sağlık sektöründe satılamayan stokların birikmesine yol açarak sermayeyi hareketsiz hale getirip likidite zorluklarına sebep olduğu ifade edilerek (Ofuonye, Emeka-Nwokeji & Ezebuilo, 2025: 111) enflasyonun finansal sürdürülebilirlik üzerindeki olumsuz etkisine vurgu yapılmaktadır. Yine Sri Lanka’da yapılan araştırma, enflasyonun olduğu durumlarda araştırma yapılan sektörler üzerindeki sürdürülebilir büyüme oranlarının azaldığını göstermiştir (Alles, Gunathilaka & Nanayakkara, 2009: 93).

Enflasyonla birlikte ürün fiyatlarının artması satışta artış olmuş gibi yanlış bir algı oluşturabilir. Bu algı özellikle yöneticilerde yanlış başarı hikayesine dönüşebilir. Çünkü yanlış algı yöneticilerin finansal politika üzerindeki etkilerinin yeterince dikkate alınmamasına neden olabilir. (Alles vd., 2009: 90). Halbuki satış tutarının reel anlamda artması için satış miktarının da artması gerekir. Satış miktarının artmaması işletmelerin sürdürülebilir büyüme konusunda sorunlarla karşılaşmasına sebep olabilir.

Enflasyonist dönemlerde işletmelerin borçlanma yoluyla finansman temininde bulunması durumunda reel faiz yüklerinin azalacağı görüşü de mevcuttur. Aynı şekilde stok yoğun çalışan işletmelerde düşük fiyatlardan temin edilen stokların yüksek fiyatlardan satılabilme kabiliyeti ile enflasyonist dönemlerde kârlılık etkilenebilmektedir. Örneğin Almanya’da yapılan bir araştırmada enflasyonun başlarında daha yüksek borç seviyelerine sahip olan işletmelerde enflasyonla birlikte reel borç yüklerinde azalma

meydana geldiği ve iflasları azalttığı ifade edilmiştir (Brunnermeier, Correia, Luck, Verner & Zimmermann, 2025: 1). Benzer şekilde enflasyonun işletmelerin genel kârlılığını (Bhayani, 2010: 6; Ratajczak, Nowicki & Szutowski, 2024: 13) ve aktif kârlılığını (Fajri, Muhsyaf & Prasidya, 2024: 313; İlbasmış, 2025: 5) artırdığını bunun da dolaylı olarak sürdürülebilirliğe pozitif etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Enflasyon ile finansal sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiyi hem Fisher Etkisi hem de Sinyal Teorisi çerçevesinde açıklamak mümkündür. Fisher Etkisi, enflasyonun faiz oranları ve finansman maliyetleri üzerindeki ekonomik mekanizmasını açıklarken (Fisher, 1930), Sinyal Teorisi işletmelerin enflasyonist ortamlarda finansal performanslarına ilişkin yatırımcılara nasıl güven verici sinyaller sunduğunu açıklamaktadır (Ross, 1977). Fisher Etkisi'ne göre nominal faiz oranı, reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamından oluşur. Beklenen enflasyon yükseldiğinde nominal faiz oranları da yükselme eğilimindedir. Bu durum işletmeler açısından borçlanma maliyetlerinin artmasına, finansman giderlerinin yükselmesine ve yatırım kararlarının ertelenmesine neden olabilmektedir (Fisher, 1930). Ayrıca artan finansman maliyetleri, işletmelerin uzun dönemli faaliyetlerini sürdürebilme kapasitesini zayıflatarak finansal sürdürülebilirlik üzerindeki baskıyı artırabilmektedir (IMF, 2023).

Sinyal Teorisi ise, yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltmada finansal bilgilerin önemini vurgulamaktadır. Ross (1977), işletmelerin finansal kararları ve sermaye yapısına ilişkin tercihleri aracılığıyla piyasaya sinyal gönderdiğini belirtmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde ekonomik belirsizlik arttığından yatırımcılar işletmelerin likidite, kârlılık, nakit akışı ve borçluluk düzeyi gibi finansal göstergelerine daha fazla önem vermektedir. Güçlü finansal göstergeler sergileyen işletmeler piyasaya olumlu sinyaller göndererek yatırımcı güvenini artırabilmekte, finansmana erişimlerini kolaylaştırabilmekte ve sermaye maliyetlerini düşürebilmektedir (Ross, 1977; Friske, Hoelscher & Nikolov, 2023; IMF, 2023). Bu durum işletmelerin finansal sürdürülebilirliklerini korumalarına ve uzun dönemli değer yaratmalarına katkı sağlamaktadır (Eccles & Klimenko, 2019; Friske vd., 2023). Dolayısıyla, enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği üzerindeki etkisi sadece makroekonomik göstergeler aracılığıyla değil, aynı zamanda yatırımcıların işletmelerin finansal yapısını algılama biçimi üzerinden de değerlendirilebilir.

II. ENFLASYON VE KISA VADELİ BORÇLANMA

İşletmeler borçlanmanın vade yapısını enflasyon ortamında borcun maliyetine göre ayarlayabilmektedirler. Bu nedenle enflasyon ortamında borç maliyeti yükseleceğinden işletmeler daha çok kısa vadeli ve borç maliyeti düşük finansman temini yoluna başvurmak istemektedirler. Ancak işletmelerin büyüklüklerine ve satış artışı ile kârlılığına göre bu vade yapılarında değişiklik mümkündür. Örneğin, enflasyon ortamlarında satış kârlılığını bir şekilde artıran işletmelerin finansman maliyetlerini tolere edebilme kabiliyeti diğer işletmelere göre daha yüksek olacağından finansmanı diğer işletmelere göre daha uzun vadeli kullanma ihtimalleri yüksektir.

Yüksek enflasyon ortamında işletmelerin borçlanma maliyetleri ve belirsizlik artabilir ve bu durum iş planlamasında oynaklığa sebep olabilir. Bu tür durumlarda işletmelerin gelir ve gider tahminlemeleri ile bütçelemeleri sorunlu hale gelebilmektedir (Nwosu vd., 2025: 276). Yine yüksek enflasyon beklentisi kredi verenlerin ve alanların davranışı nedeniyle nominal faiz oranlarının artmasına yol açar ve bu faiz artışı borçlanma maliyetlerine yansır. İtalyan firmaları üzerinde yapılan bir araştırmada bu durum net olarak ortaya koyulmuş, gelecekte enflasyon oranının artacağı beklentisi ile faiz oranlarının artacağı beklentisi hakim görüş haline gelmiştir (Ropele, Gorodnichenko & Coibion, 2022).

Diğer taraftan yüksek enflasyon işletmeleri borç vadelerini kısaltmaya yönlendirebilir. Enflasyonla birlikte kısa vadeli faiz oranlarındaki artış işletmeler için vergi avantajı sağlayacağından borç oranlarını artırabileceği gibi iflas riskini azaltmak için finansal kaldıracı düşürmelerine de yol açabilir (Mokhova & Zinecker, 2014: 532). Faiz oranlarındaki artışla birlikte borcun maliyetinin işletmeler üzerindeki etkisi vergi temelli teori ile açıklanabilir. Bu teoriye göre borçlanmanın sağladığı vergi avantajı ile maliyetler arasında işletmeler tarafından denge kurulmaya çalışılmaktadır (Nguyen, 2022: 4). Bu bağlamda yüksek enflasyon beklentilerine sahip işletmeler ortalama olarak daha fazla faiz ödemektedirler. Yüksek enflasyon ortamında işletmelerin düşük faizli uzun vadeli kredilerden yüksek faizli kısa vadeli kredilere doğru yöneldiği tespit edilmiştir (Ropele vd., 2022: 1). Aynı zamanda enflasyon nedeniyle nominal faiz oranlarının yükselişi borçlanma maliyetlerini ve iflası artırabilmektedir. Enflasyonun artırdığı nominal faiz oranları ile iflas maliyetleri arasındaki bu ilişki,

enflasyonun maliyetli olduğu argümanının temel göstergesidir (Gordon, 1982: 488). Bütün bu bilgilerden de anlaşılacağı üzere yüksek enflasyon ortamında işletmeler kısa vadeli borçlanmalara yönelebilmektedirler.

III. KISA VADELİ BORÇLANMA VE FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Enflasyonist ortamlarda işletmeler hem faiz yükünden hem de uzun vadeli risklerden korunmak için daha çok kısa vadeli kredilere yönelmektedir. Ancak kısa vadeli borçlar yükseldiğinde işletmeler likidite sıkıntısı ile karşılaşabilmekte ve refinansman maliyetleri işletmeleri finansal sürdürülebilirlik açısından zor duruma düşürebilmektedir (Akhtar, Yusheng, Haris, Ain & Javaid, 2022: 737). 2007-2021 yıllarını kapsayan ve Çin’de yapılan bir araştırmada bu bilgi teyit edilmiş ve uzun vadeli yatırımlar için kısa vadeli borçlanmaların işletmelerin temerrüt riskini artırdığı tespit edilmiştir (Shen & Chen, 2023: 1). Dolayısıyla yatırım ve finansman arasındaki vade uyumsuzluğunun işletmelerin finansal performansı açısından da kritik öneme sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.

Eşleşme teorisine göre işletmelerin finansman politikalarını belirlerken uzun vadeli yatırımların uzun vadeli finansman kaynaklarıyla, kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ise kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi şeklinde oluşturmaları beklenmektedir. Bu yaklaşım, varlıkların nakit yaratma süresi ile borçların geri ödeme yükümlülüklerini uyumlaştırarak işletmenin likidite riskini ve finansal sıkıntı maliyetlerini azaltmayı amaçlamaktadır. Aksi durumda ortaya çıkan vade uyumsuzluğu işletmenin henüz yatırımından yeterli nakit akışı elde edemeden borçlarını geri ödemek zorunda kalmasına neden olabilmektedir. Myers (1977) çalışmasında varlık ve borç vadelerinin eşleştirilmesinin işletmelerin finansal yapılarını daha dengeli hâle getirdiğini ve borçlanmadan kaynaklanan riskleri azalttığını belirtmektedir. Benzer şekilde daha güncel çalışmalar da borç vadesinin varlık ömrü ile uyumlu olmasının likidite riskini azalttığını ve finansal istikrarı desteklediğini ortaya koymaktadır (Geelen, Hajda, Morellec & Winegar, 2024).

Diğer taraftan uzun vadeli borçlanmaya kıyasla belli bir periyotta kısa vadeli borçlanma işlem maliyetleri ve faiz oranının düşüklüğü gibi avantajlara sahip olabilir (Kahl, Shivdasani & Wang, 2015: 212). Ancak bu kısa vadede ödemelerin erken olması likidite sorunu oluşturacağından bir müddet sonra vade uzatma riski ile karşılaşılabilir. Bu durumda anılan faydaların anlamı kalmayacak uzun vadede belki de finansal sürdürülebilirlik açısından sorun oluşturacaktır.

IV. ARAŞTIRMA

IV.I. Araştırma Hipotezlerinin Geliştirilmesi

Enflasyonun yüksek olduğu durumlarda kısa vadeli borçlar cari yıl satışları ile birlikte artış göstermektedir. Kısa vadeli borçlardaki bu artış, üretim için kredili hammadde alımları ve tahakkuk eden işçilik giderleri gibi olağan işletme faaliyetlerinden kaynaklanır ve genellikle isteğe bağlı bir karar olmaktan ziyade operasyonel bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır (Johnson, 1981: 31). Bu doğrultuda enflasyon sonucu kısa vadeli borç uzun vadeli borca ve öz kaynağa oranla daha fazla arttığından toplam borç/öz kaynak oranı da artarak finansal yapı gittikçe bozulmaya başlamaktadır. Bu durum işletmenin finansal yapısının istikrarsız görünmesine sebep olmaktadır (Johnson, 1981: 33). Uzun vadede finansal yapının istikrarsızlığı finansal sürdürülebilirliği etkilemektedir.

Özellikle ithalata bağlı üretim işletmelerinde döviz kuru ve enflasyon baskısı kur zararlarına yol açarak finansman maliyetlerinin artmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle işletmeler faaliyetlerini sürdürmek için enflasyonist ortamlarda daha fazla kısa vadeli borçlanmaya yönelmektedirler. Enflasyonla birlikte azalan satın alma gücü nedeniyle işletmelerin stoklarına talep azalmakta ve işletmelerin nakit girişinde sorunlar ortaya çıkmaktadır (Ofuonye vd., 2025: 112). Nakit girişinde sorun yaşayan işletmeler ise, kısa vadeli borçları ödemede zorluğa düşerek finansal sürdürülebilirlik konusunda problem yaşamaktadırlar.

Her şeyin normal olduğu bir ortamda işletmeler finansman temini için yabancı kaynak kullanmaları durumunda kısa vadeli ve uzun vadeli kaynak kullanımı arasında dengeli bir seçim yapmalıdırlar. Muhasebe-finance literatüründe bu dengeyi açıklayan eşleştirme teorisi yer almaktadır. Bu teoriye göre varlıkların vadesi ile borçların vadesi birbiriyle uyumlu olmalıdır (Nguyen, 2022: 5). Özellikle varlık-kaynak uyumuna dikkat ederek duran varlıkları uzun vadeli kredilerle, dönen varlıkları ise kısa vadeli kredilerle finanse etmek temel kural olarak öne çıkmaktadır. Bu dengenin doğru ayarlanması şirket içinde doğabilecek likidite sorununu ortadan kaldırmak ve fonlama esnekliği sağlamak açısından

oldukça önemlidir. Ancak bu seçimler şirket yöneticileri tarafından yapıldığından ve insan faktörü devreye girdiğinden, her zaman rasyonel kararlar alınamayabilir.

Enflasyonist dönemlerde işletmelerin beklenti teorisi ile açıklanabilecek bir davranışsal tutum içine girdikleri görülmektedir. Bu teoriye göre işletmeler, gelecekte enflasyonun ve faiz oranlarının düşeceği beklentisiyle uzun vadeli sabit faiz oranlarıyla borçlanıp maliyeti artırmak yerine, daha kısa vadeli borçlanıp uzun vadede faiz oranlarının düşeceği beklentisiyle hareket etmeyi tercih etmektedir. Bununla birlikte borç verenlerin faiz oranlarını gelecekte enflasyon oranının yükseleceği beklentisiyle artıracığı düşüncesi bu teoride hakimdir (Mills, 1996: 82). Sonuç olarak beklenti teorisine göre borç alanın ve borç verenin beklentilerinin borcun vade yapısına etki edeceği düşünülmektedir. Özellikle borç alan açısından yüksek enflasyon dönemlerinde borçlanma maliyeti arttığı için işletmelerin kısa vadeli ve düşük maliyetli finansmanı tercih etmeye yönelmesi beklenmektedir.

Diğer önemli bir teori olan vekâlet maliyeti teorisine göre ise yabancı kaynak kullanımı, bilgi asimetrisi nedeniyle işletmenin paydaşları arasında çatışmalara neden olabilmektedir. Bu çatışmalardan doğacak maliyeti azaltmanın bir aracı olarak borcun maliyetini azaltacak kısa vadeli borç kullanmak şeklinde açıklayan bu teoriye göre, özellikle küçük işletmelerin borç müzakerelerinde güçsüz olması nedeniyle maliyetleri azaltmak için kısa vadeli borçlara yönelebileceği iddia edilmektedir (Nguyen, 2022: 4). Dolayısıyla enflasyonist ortamlarda bu işletmelerin müzakere gücü daha da azalacağından borcun vadesini kısaltmaya yönelmeleri söz konusu teoriye göre rasyonel bir davranış olarak ifade edilebilir.

Yine bilgi asimetrisini de kapsayacak şekilde sermaye yapısını araştıran finansal teorilerin içinde önemli bir yeri olan sinyal teorisi, işletmeler (borç alanlar) ile borç verenler arasında sahip olunan bilgi açısından farklılıkların bulunduğunu, özellikle borç alanların bazı özel bilgilere sahip olduğunu vurgulamaktadır. Bu açıdan borç verenler bu özel bilgilere sahip olmadığından kusurlu fiyatlandırmaya ve dolayısıyla kredi kısıtlamasına gidebileceklerini ifade etmektedir. Bu nedenle teoriye göre daha güçlü performans gösteren ve özellikli işletmelerin daha fazla borç talep edebileceğini gösteren sinyaller yayabileceğini ifade etmektedir (Eleje, Okechukwu & Chikanele, 2020: 97). İfade edilen teorisinin özelliklerinden yola çıkılarak enflasyon ortamında vekâlet maliyeti teorisinde olduğu gibi, işletmelerin (özellikle küçük işletmelerin) daha az maliyetli borçlanmaya, yani enflasyonist ortamda kısa vadeli borçlanmaya yönelmeleri beklenmektedir.

Bütün bu teoriler de dikkate alındığında enflasyonist dönemlerde işletmelerin sermaye yapısının değiştiği beklenmektedir. Araştırmalarda da normal dönemlerde yatırım ve finansman vadeleri uyumlu olan işletmelerin enflasyonist dönemlerde daha çok kısa vadeli finansman yoluna başvurdukları tespit edilmiştir. Bu anlamda 1988-1994 yılları arasını kapsayan Türkiye’deki halka açık işletmeler üzerinde yapılan bir araştırmada (Guerrero, 2006) yüksek enflasyon oranlarının kurumsal borç vade yapılarını kısalttığı tespit edilmiştir. Benzer şekilde İtalyan firmaları üzerinde yapılan bir araştırmada yüksek enflasyon beklentilerinin işletmeleri kısa vadeli borçlanmaya yönlendirdiği tespiti yapılmıştır (Ropele vd., 2022). Başka bir araştırmada Aarstol (2000) enflasyonun nispi fiyat oynaklığını artırarak borç alan işletmeleri riskli yatırımlara yönlendirdiğini buna karşın borç verenlerin de borç vadelerini kısalttığını, dolayısıyla borç alanların da kısa vadeli borçlara yöneldiğini tespit etmiştir. Ancak yüksek enflasyonla kısa vadeli borç arasında negatif ilişki tespit edilen araştırmalar da mevcuttur. Örneğin çeşitli Avrupa ülkeleri üzerinde yapılan bir araştırmada Çek Cumhuriyeti’ndeki işletmeler için enflasyon oranı ile kısa vadeli borç arasında negatif ilişki tespit edilmiştir (Mokhova & Zinecker, 2014). Benzer şekilde Gajurel (2006) çalışmasında, enflasyonun kısa vadeli borç oranı ile negatif ilişki içerisinde olduğunu tespit etmiştir. Bu çalışmalardan hareketle, araştırmanın amacı doğrultusunda enflasyonun işletmelerin kısa vadeli borçlanma yapısı üzerinde etkisi olduğu beklenmekte olup H_1 hipotezi aşağıdaki şekilde geliştirilmiştir.

H_1 : Enflasyon oranlarındaki artış, işletmelerin (kısa vadeli) borçlanma yapısını etkilemektedir.

Enflasyonun borçlanma maliyetlerini artırdığı görüşünün yanında işletmelerin enflasyonu öngörmeleri ve fiyatlarıyla maliyetlerini buna göre ayarlamaları durumunda yükselen enflasyondan fayda sağlayabilecekleri görüşü de literatürde yer almaktadır (Ratajczak vd., 2024: 15). Bu farklı yaklaşımlar, enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği üzerinde hem risk hem de fırsat oluşturabileceğine işaret etmektedir. Enflasyonun finansal sürdürülebilirlik üzerindeki etkisi iki yönlü olarak

değerlendirilebilir. Bir yandan enflasyonun neden olduğu faiz artışları ve finansman maliyetleri işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini olumsuz etkilerken (Fisher Etkisi), diğer yandan güçlü finansal yapı, şeffaf finansal raporlama ve sürdürülebilirlik uygulamaları yatırımcılara olumlu sinyaller göndererek bilgi asimetrisini azaltmakta, yatırımcı güvenini artırmakta ve işletmelerin finansal sürdürülebilirliklerini desteklemektedir (Sinyal Teorisi).

Literatürde enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini daha çok kârlılık katkısı vasıtasıyla dolaylı yönde, pozitif etkileyen çalışmaların (Larianti & Purbawangsa, 2019; Leibowitz & Kogelman, 2023; Nofitasari & Putri, 2025) bulunmasının yanında enflasyonun finansal sürdürülebilirlik veya sürdürülebilir büyüme üzerinde olumsuz etkisi olan çalışmalar (Lewellen & Kracaw, 1987; Alles vd., 2009; Oloruntoba & Ihiovi, 2022; Ofuonye vd., 2025) da mevcuttur. Bu çalışmalardan hareketle, araştırmanın amacı doğrultusunda enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği üzerinde etkisi olduğu beklenmekte olup H₂ hipotezi aşağıdaki şekilde geliştirilmiştir.

H₂: Enflasyon oranlarındaki artış, işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini etkilemektedir.

IV.II. Araştırmanın Amacı, Önemi ve Kapsamı

Enflasyon, işletmelerin finansal kararlarını etkileyen temel makroekonomik değişkenlerden biridir. Artan fiyat seviyeleri, hem borçlanma maliyetlerini hem de borçların reel değerini değiştirerek firmaların sermaye yapısı, nakit akış yönetimi ve finansal sürdürülebilirliklerini etkileyebilmektedir. Özellikle Türkiye gibi yüksek enflasyon oranlarının gözlemlendiği ve para politikasının sık sık değişkenlik gösterdiği ekonomilerde bu etki daha da belirginleşebilmektedir. Bu çalışma, Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık şirketlerin borç yapısının ve finansal sürdürülebilirliklerinin enflasyondan nasıl etkilendiğini ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Türkiye özelinde, spesifik olarak enflasyon-financeal sürdürülebilirlik ve enflasyon-borç yapısı ilişkisini kapsamlı biçimde ele alan çalışmalara rastlanılmamıştır. Bu doğrultuda çalışmanın, Türkiye örneği üzerinden literatüre özgün katkılar sunacağı düşünülmektedir. Böylece bu çalışma, Türkiye bağlamında enflasyonun firma düzeyinde finansal sürdürülebilirlik ve borç yapısı üzerindeki etkisini kapsamlı biçimde ortaya koyan ilk çalışmalardan biri olacaktır. Ayrıca işletme yöneticileri için ise, enflasyon karşısında borçlanma ve risk yönetimi stratejilerine de yol gösterebilecektir.

Çalışmada, Borsa İstanbul’da imalat sektöründe işlem gören 198 işletmenin 2019-2023 dönemi beş yıllık finansal tablolarından faydalanılarak oluşturulan panel veri seti kullanılmış olup modellerin sınanmasında Stata 19 programından faydalanılmıştır. İşletmeler ile ilgili bilgiler yıllık olarak değerlendirilip firmaların yıl sonlarına ilişkin bilanço ve gelir tablolarından sağlanan veriler kullanılmıştır. Bu veriler Eikon & Datastream veri tabanından ve firmaların finansal raporlarından sağlanmıştır. Makro değişken olarak kullanılan TÜFE verileri ise, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) web sayfasından alınmıştır.

IV.III. Araştırmanın Modelleri, Değişkenleri ve Yöntemi

Çalışmada, borç yapısı ve finansal sürdürülebilirliğin ayrı ayrı ele alınabilmesi amacıyla çoklu modelleme yaklaşımı benimsenmiştir. Çalışma dahilinde borç yapısı için oluşturulan Model 1 ve Model 2 ile finansal sürdürülebilirlik için oluşturulan Model 3 aşağıda yer almaktadır.

Model 1:

$$KVB_{it} = \alpha + \beta_1 ENF_{it} + \beta_2 K_{it} + \beta_3 BO_{it} + \beta_4 FB_{it} + \beta_5 L_{it} + \beta_6 VY_{it} + e_{it}$$

Model 2:

$$KVB_{it} = \alpha + \beta_1 ENF_{it} + \beta_2 K_{it} + \beta_3 BO_{it} + \beta_4 FB_{it} + \beta_5 L_{it} + \beta_6 VY_{it} + e_{it}$$

Model 3:

$$FINS_{it} = \alpha + \beta_1 ENF_{it} + \beta_2 FB_{it} + \beta_3 FK_{it} + \beta_4 NKM_{it} + \beta_5 BOZ_{it} + \beta_6 OZA_{it} + \beta_7 VDH_{it} + e_{it}$$

Borç yapısı ve finansal sürdürülebilirlik modellerinde yer alan i alt indisi analizde kullanılan 198 şirketi göstermekte iken; t indisi ise, 2019 ile 2023 yılları arasındaki 5 yıla ait 1’den 5’e kadar olan zaman serisini ifade etmektedir. α modeller için bağımlı değişkenlerin sabit terimini ifade ederken, β bağımsız

değişkenlerin katsayılarını göstermektedir. e terimi ise yıllar ve birimler itibariyle hata terimlerini yani açıklanamayan etkileri ifade etmektedir.

H₁ hipotezi için oluşturulan borç yapısı modellerine (Model 1 ve Model 2) ait değişkenler, kısaltmaları ve ölçüm yöntemleri aşağıda verilmiştir.

Bağımlı Değişkenler:

- Kısa Vadeli Borç Oranı (KVB) = Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Varlıklar
- Kısa Vadeli Borçların Toplam Borçlara Oranı (KVBTB) = Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar

Bağımsız Değişken:

- Enflasyon (ENF) = TÜFE oranı

Kontrol Değişkenleri: Chen (2004), Niu (2008), Frank & Goyal (2009), Singh (2011), Sabir & Malik (2012), Cortez & Susanto (2012), Nyamita, Garbharran & Dorasamy (2014) çalışmalarında yer alan değişkenler dikkate alınarak Model 1 ve Model 2’de aşağıdaki kontrol değişkenleri kullanılmıştır.

- Kârlılık (K) = Net Kâr / Toplam Varlıklar
- Büyüme Olanakları (BO) = (Varlıklar_{Cari Yıl} – Varlıklar_{Önceki Yıl}) / Varlıklar_{Önceki Yıl}
- Firma Büyüklüğü (FB) = ln (Toplam Varlıklar)
- Likidite (L) = Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
- Varlık Yapısı (VY) = Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar

H₂ hipotezi için oluşturulan finansal sürdürülebilirlik modeline (Model 3) ait değişkenler, kısaltmaları ve ölçüm yöntemleri aşağıda ifade edilmiştir.

Bağımlı Değişken:

- FINS (Finansal Sürdürülebilirlik) = (Toplam Borçlar – Dönen Varlıklar) / Faaliyetlerden Nakit Akışı

Finansal sürdürülebilirlik değişkeni farklı oranlarla ölçülebilmektedir. Sajwani, Al-Shboul & Maghyreh (2024) çalışmasında finansal sürdürülebilirlik formülünü kullanmıştır. Söz konusu çalışmada finansal sürdürülebilirlik, net finansal yükümlülük oranı olarak ifade edilmektedir. Ayrıca, finansal yükümlülüklerin işletmenin ana faaliyet konusu kazancıyla karşılanma durumu ölçülmeye çalışılmaktadır. Net finansal yükümlülük oranının artması finansal sürdürülebilirliği azaltıcı yönde etkilemektedir. Şöyle ki; finansal sürdürülebilirlik formülünün bileşenleri analiz edildiğinde finansal sürdürülebilirlik oranının artması işletmenin borç yükünün arttığını ya da borçları ödeme kapasitesinin zayıfladığını göstermektedir.

Sajwani vd., (2024) çalışmasında finansal sürdürülebilirlik, borçlar ve dönen varlıklar arasındaki farkın hasılatlara oranı kullanılarak ölçülmüştür. Bu çalışmada ise, söz konusu gösterge geliştirilerek paydada hasılat yerine faaliyetlerden elde edilen nakit akışı kullanılmıştır. Bunun temel nedeni, işletmelerin borç ödeme kapasitesini belirleyen unsurun tahakkuk esasına göre kaydedilen satış gelirlerinden ziyade faaliyetlerden yaratılan nakit akışları olmasıdır. Faaliyetlerden nakit akışı, işletmenin günlük faaliyetlerinden elde ettiği gerçek nakit girişlerini yansıttığından, finansal sürdürülebilirliğin değerlendirilmesinde daha doğrudan bir gösterge olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada kullanılan finansal sürdürülebilirlik oranı, Sajwani vd., (2024) tarafından kullanılan oranın işletmenin gerçek borç ödeme kapasitesini daha iyi yansıttacak şekilde faaliyetlerden nakit akışı esas alınarak uyarlanmış bir versiyonu olarak ifade edilmiştir. Bu anlamda bu çalışma ile literatürdeki mevcut finansal sürdürülebilirlik göstergeleri geliştirilerek özgün bir yaklaşım sunulmaya çalışılmıştır.

FINS oranı yorumlanması bakımından detaylı incelenecek olursa işletmelerin faaliyetlerinden yüksek nakit yaratması durumunda oranın değeri küçülür. Benzer şekilde işletmelerin dönen varlıkları artarsa yine oranın değeri küçülür. Dolayısıyla oranın küçülmesi, nakit yaratma gücünün arttığına ve net finansal yükümlülüklerinin azaldığına işaret eder. Bu durumda daha düşük bir FINS oranı daha iyi bir finansal sürdürülebilirliği ifade etmektedir.

Bağımsız Değişken:

- Enflasyon (ENF) = TÜFE oranı

Kontrol Değişkenleri:

- Firma Büyüklüğü (FB) = $\ln(\text{Toplam Varlıklar})$
- Finansal Kaldıraç Oranı (FK) = $\text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Varlıklar}$
- Net Kâr Marjı (NKM) = $\text{Net Kâr} / \text{Hasılat}$
- Borçların Özkaynaklara Oranı (BOZ) = $\text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Özkaynaklar}$
- Özkaynakların Aktife Oranı (OZA) = $\text{Toplam Özkaynaklar} / \text{Toplam Varlıklar}$
- Varlık Devir Hızı (VDH) = $\text{Hasılat} / \text{Toplam Varlıklar}$

Finansal sürdürülebilirlik tanımlamalarında genelde kârlılık ve likiditeye atıfta bulunularak (Henock, 2019: 2) işletmelerin gelecekteki varlığını tehlikeye atmadan faaliyetlerini finanse etme kapasitesine ve finansal açıdan sorunsuz devam etmesine vurgu yapılmaktadır. Benzer şekilde işletmelerin istikrarını ve başarısını değerlendirmek için kârlılığa ve finansal performansa etki edebilecek oranların da finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olarak kullanıldığı görülmektedir. Rai & Rai (2012), Zabolotnyy & Wasilewski (2019), Verawati (2020), Gleißner, Günther & Walkshäusl (2022), Ike & Anuolam (2023) ve Sajwani vd., (2024) gibi araştırmacıların çalışmalarında kullanılan finansal sürdürülebilirliğe etkisi olduğu düşünülen değişkenler kontrol değişkenleri olarak bu çalışmaya uygun olacak şekilde analize dahil edilmiştir. Söz konusu değişkenlerin kapsamı genişletilebilir ve modele dâhil edilebilecek alternatif değişken sayısı daha fazla artırılabilir. Ancak bu çalışmada kontrol değişkenleri yukarıda sayılanlarla sınırlı tutulmuştur.

Çalışmada 2019-2023 yıllarını kapsayacak şekilde beş yıllık veri setinden hareketle Borsa İstanbul'da imalat sektöründe incelenen yıllarda düzenli olarak yer alan 198 işletme esas alınarak panel veri analiz yöntemi uygulanmıştır. Panel veri analiziyle çalışmada yer alan birimlerin, zaman serilerindeki dönemsel değişimleri incelenir. Panel veri analizi hem yatay kesit hem de zaman serisi veri analizlerine ilişkin özellikleri taşımakla birlikte, bu analizlere ait dezavantajları da ortadan kaldırmaktadır (Tarı, 2018: 475-476).

Panel veri analizleri, yatay kesit verilerinde ya da zaman serisi verilerinde kolaylıkla gözlenemeyen etkilerin daha iyi belirlenebilmesine, ölçülebilmeye ve karmaşık davranış modelleri ile çalışılabilmesine imkân verebilmektedir (Karadeniz, Kaplan & Günay, 2016: 45). Tüm bu nedenlerle panel veri analizi kullanılması yapılan analizleri ve tahminleri daha güvenilir hale getirmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 3).

IV.IV. Araştırmanın Bulguları

Bu kısımda çalışmaya ilişkin tanımlayıcı istatistik sonuçlarına ve panel veri analizi sonuçlarına yer verilecektir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 1'de verilmiştir. Tabloya göre kısa vadeli borç oranının ortalama değeri 0.365 olup minimum değerin 0.030, maksimum değerin ise 1.028 olduğu görülmektedir. Bu durum, araştırma döneminde bazı işletmelerin kısa vadeli borç kullanımının oldukça düşük düzeyde olduğunu, bununla birlikte maksimum değerin 1'in üzerinde olması bazı işletmelerde ise kısa vadeli borçlanmanın oldukça yüksek seviyelere ulaştığını göstermektedir.

Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranının ortalaması %74.2'dir. Bu bulgu, örneklemde yer alan işletmelerin borç yapısının büyük ölçüde kısa vadeli borçlardan oluştuğunu göstermektedir. Maksimum değerin 1'e yakın olması ise, bazı işletmelerde toplam borçların neredeyse tamamının kısa vadeli borçlardan oluştuğunu ortaya koymaktadır.

Finansal sürdürülebilirlik değişkeninin ortalama değeri 1.406 olup minimum değeri -61.304, maksimum değeri ise 121.036'dır. Geniş değer aralığı, işletmeler arasında finansal dayanıklılık açısından ciddi

farklılıklar bulunduğuna işaret etmektedir. Negatif değerler ise, bazı işletmelerin finansal sürdürülebilirlik açısından kırılgan bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

Beş yıllık veriler dikkate alındığında enflasyon oranı ortalamasının %38.3 olması incelenen dönem boyunca enflasyon oranlarının genel olarak yüksek bir seviyede seyrettiğini göstermektedir. En düşük TÜFE oranı %11.84 ile 2019 yılı sonunda iken, en yüksek TÜFE oranı 2023 yılı sonunda %64.77 olarak gerçekleşmiştir (<https://data.tuik.gov.tr/>). Bu geniş dağılım, enflasyonun işletmelerin finansal sürdürülebilirliği ve borçlanma davranışları üzerinde farklı etkiler yaratma potansiyeline işaret edebilmektedir.

Çalışmada yer alan diğer değişkenlere ilişkin minimum, maksimum, ortalama ve standart sapma değerleri Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1.: Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Std.Sapma	Min.	Mak.
KVB	0,365	0,202	0,030	1,028
KVBTB	0,742	0,161	0,216	0,982
FINS	1,406	18,136	-61,304	121,036
ENF	0,383	0,230	0,118	0,648
FK	0,490	0,244	0,057	1,301
FB	9,196	0,818	7,534	11,257
NKM	0,083	0,196	-0,738	0,970
BOZ	1,769	2,482	0,065	17,248
OZA	0,474	0,209	0,039	0,897
VDH	0,875	0,458	0,078	2,519
L	2,243	2,309	0,259	15,698
VY	0,333	0,179	0,023	0,797
BO	0,876	0,992	-0,092	4,493
K	0,062	0,097	-0,206	0,344

Çalışmanın izleyen kısmında panel veri analizi sonuçlarına yer verilecektir. Panel veri analizinde ilk olarak, veri setindeki uç (aykırı) değerleri elimine etmek ve değişkenler arasındaki ilişkileri veri kaybına yol açmadan analiz etmek amacıyla törpüleme (winsorize) işlemi yapılmıştır (Reifman & Keyton, 2010: 1637). Veri setinde değişken bazlı yapılan törpüleme işlemi en büyük ve en küçük değerleri %1-%99 olarak belirlenen sınır değerlere yaklaştırmış ve analizler bu değerler ile yapılmıştır.

Araştırma modellerinin analizlere uygunluğunun belirlenmesi ve değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığının tespiti için varyans şişirme faktörleri (VIF - Variance Inflation Factor) incelenmiştir. Model 1 ve Model 2 VIF değeri 1.31, Model 3 VIF değeri 1.33 olarak hesaplanmıştır. Gujarati (2022) VIF değeri 10’u aşan değişkenlerin çoklu bağlantı sorunu içereceğini belirtmiş olup literatürde daha muhafazakâr bir yaklaşımla bu değerin 5’in altında olması gerektiği de savunulmaktadır (Hair, Black, Babin & Anderson, 2010: 785) Bu iki görüş de dikkate alındığında araştırma modellerinde çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı tespit edilmiştir.

Panel regresyon analizlerinde hangi model ve tahmincilerin kullanılacağını belirlemek amacıyla F-testi, Breusch-Pagan LM testi ve sonraki aşamada Hausman testi yapılmıştır. Testlere göre, Model 1 birim ve zaman etkilere sahip sabit etkiler modeli olarak belirlenmiştir. Model 2, birim ve zaman etkiye sahip tesadüfi etkiler modeli olarak belirlenmiştir. Model 3 ise, klasik model olarak belirlenmiştir.

Modellerde kullanılacak tahmincilerin belirlenmesinin ardından modellerin etkinliğini bozan varsayımdan sapmalar test edilmiştir. Hata terimi varyanslarının birbirinden farklı olduğu değişen varyans sorunun (heteroskedastisite) tespitinde sabit etkiler modeli değiştirilmiş Wald testi ile sınanmış

olup (Greene, 2000), tesadüfi etkiler modelleri ise, Levene, Brown ve Forythe'nin testleri ile sınanmıştır (Levene, 1960; Brown & Forsythe, 1974).

Modellerin hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olmasının (otokorelasyonun) tespiti için Baltagi-Wu ve Durbin-Watson yerel en iyi değişmez testi kullanılmıştır (Durbin & Watson, 1951; Baltagi & Wu, 1999).

Son olarak tüm modellerde yatay kesit bağımlılığı varsayımını sınamak için, birim boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılan Pesaran testi kullanılmıştır (Pesaran, 2004). Model 1'de yatay kesit bağımlılığı olduğu, Model 2'de ise yatay kesit bağımlılığı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Oluşturulan modellerde hata terimlerinin değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı varsayım sapmaları nedeniyle dirençli tahminciler kullanılmıştır.

Etkinliği bozan varsayımlar belirlendikten sonra Model 1'de bu sapmalara karşı dirençli bir tahminci olan Driscoll & Kraay (1998) tahmincisi kullanılarak tahmin yapılmıştır. Driscoll-Kraay tahmincisi hem sabit hem de tesadüfi etkiler modellerinde, zaman ve birim boyutlarının çok büyük olduğu durumlarda dahi tutarlı tahminler yapan bir tahmincidir (Yerdelen Tatoğlu, 2023: 359). Model 2'de tesadüfi etkiler modeli için geliştirilen dirençli tahminci olan Arellano, Froot, Rogers (AFR) tahmincisi kullanılmıştır (Arellano, 1987; Froot, 1989; Rogers, 1993; Cameron & Miller, 2015). Model 3 ise, F testi ve Breusch-Pagan LM testleri ile sınanmış olup temel hipotez reddedilemediğinden modelin havuzlanmış en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesine karar verilmiştir. Olası değişen varyans ve aynı firmaya ait farklı yıllardaki gözlemlerin hata terimleri arasında bulunabilecek korelasyonu dikkate almak amacıyla firma düzeyinde kümelenmiş sağlam standart hatalar kullanılmıştır.

Aşağıdaki Tablo 2, Tablo 3 ve Tablo 4'te her üç modele ilişkin panel veri analiz sonuçları verilmektedir. H_1 hipotezi ile ilişkili modellerden ilki olan Model 1'in panel veri analiz sonuçları Tablo 2'de yer almaktadır.

Tablo 2.: Panel Regresyon Sonuçları - Model 1

Bağımlı Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	p-değeri
KVB				
ENF	0,120	0,044	2,71	0,054*
K	-0,200	0,035	-5,75	0,005***
BO	-0,018	0,006	-2,87	0,045**
FB	-0,114	0,035	-3,25	0,031**
L	-0,034	0,005	-7,11	0,002***
VY	-0,349	0,060	-5,84	0,004***
Sabit Terim	1,586	0,298	5,32	0,006***
Düzeltilmiş R^2	0,41			
p değeri	0,000			
Not = * işareti %10 düzeyinde, ** işareti %5 düzeyinde ve *** işareti %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.				

Tablo 2'ye göre modelin p değeri (0.000), 0.10'dan küçük olduğu için model bir bütün olarak anlamlıdır ve bağımsız değişkenlerin kısa vadeli borç oranındaki değişimi açıklama oranı %41'dir.

Bağımsız değişkenler incelendiğinde tüm değişkenlerin %10 önem seviyesinde anlamlı oldukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, tüm bağımsız değişkenler kısa vadeli borç oranı üzerinde etkilidir ve bu etki istatistiksel olarak anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre, ENF değişkeni kısa vadeli borç oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahipken; K, BO, FB, L ve VY değişkenleri kısa vadeli borç oranı üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir.

Bu sonuçlara göre, enflasyondaki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.120 birimlik artışa sebep olmaktadır. Enflasyon katsayısının pozitif olması, fiyatlar genel seviyesindeki artışın işletmeleri kısa vadeli borçlanmaya yönlendirdiğini göstermektedir. Bu durum, yüksek enflasyon ortamında

işletmelerin reel borç yükünün azalacağı beklentisiyle kısa vadeli finansmana yönelmesi şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca enflasyonun yarattığı belirsizlik nedeniyle uzun vadeli finansman maliyetlerinin yükselmesi, işletmeleri daha çok kısa vadeli borçlanmaya da yönlendirebilmektedir.

Ulaşılan diğer sonuçlara göre; kârlılıktaki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.200 birimlik azalışa, büyüme olanaklarındaki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.018 birimlik azalışa, firma büyüklüğündeki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.114 birimlik azalışa, likiditedeki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.034 birimlik azalışa, varlık yapısındaki bir birimlik artış kısa vadeli borç oranında 0.349 birimlik azalışa sebep olmaktadır.

Kârlılık değişkeninin negatif katsayısı (-0.200), işletmelerin iç kaynak yaratma kapasitesi arttıkça kısa vadeli dış finansmana olan ihtiyaçlarının azaldığını göstermektedir. Bu bulgu, kârlılığı yüksek işletmelerin faaliyetlerinden elde ettikleri fonları daha etkin kullanarak dış finansman ihtiyacını azalttıklarını ve özellikle kısa vadeli borçlanmaya daha az başvurduklarını göstermektedir.

Büyüme olanakları değişkeninin negatif etkisi (-0.018), bu örnekte varlıklarını bir önceki yıla göre artıran işletmelerin kısa vadeli borç tercihlerinde azalma olduğunu göstermektedir. Bu durum, büyüme potansiyeli yüksek işletmelerin sermaye piyasalarına erişimlerinin daha kolay olması, özkaynak veya uzun vadeli finansman kaynaklarını tercih etmeleri nedeniyle kısa vadeli borç kullanımını azaltmalarıyla açıklanabilir. Bununla birlikte katsayının mutlak değerinin düşük olması, büyüme olanaklarının kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisinin diğer değişkenlere göre daha sınırlı olduğunu göstermektedir.

Firma büyüklüğü değişkeninin negatif katsayısı (-0.114), büyük işletmelerin finansal piyasalara erişim kolaylığı sayesinde uzun vadeli borçlanma ya da özkaynak finansmanını tercih edebilecekleri şeklinde yorumlanabilir.

Likidite değişkeninin katsayısının negatif (-0.034) olması, likidite artışının kısa vadeli borç oranını azaltıcı etkisini göstermektedir. Bununla birlikte, likit varlıkların artması işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini iç kaynaklarla karşılayabilme kapasitesini artırdığı için borçlanma ihtiyacını azaltabilmektedir.

İncelenen değişkenler arasında mutlak katsayı değeri en yüksek olan değişken, varlık yapısı değişkenidir (-0,349). Bu sonuç, maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı arttıkça işletmelerin kısa vadeli borç kullanımını azalttığını göstermektedir. Duran varlık ağırlığı yüksek işletmelerin yatırımlarını daha çok özkaynak veya uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmeleri, kısa vadeli borçlanma gereksinimini azaltmaktadır.

H₁ hipotezi ile ilgili diğer bir model olan Model 2'nin panel veri analiz sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3.: Panel Regresyon Sonuçları - Model 2

Bağımlı Değişken	Katsayı	Std. Hata	z-istatistiği	p-değeri
KVBTB				
ENF	0,161	0,032	5,1	0,000***
K	0,178	0,047	3,8	0,000***
BO	0,011	0,004	2,78	0,005***
FB	-0,021	0,013	-1,64	0,100
L	-0,026	0,004	-7,03	0,000***
VY	-0,278	0,053	-5,21	0,000***
Sabit Terim	1,003	0,114	8,81	0,000***
Düzeltilmiş R ²	0,190			
p değeri	0,000			
Not = * işareti %10 düzeyinde, ** işareti %5 düzeyinde ve *** işareti %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.				

Tablo 3'e göre modelin p değeri (0.000), 0.10'dan küçük olduğu için model bir bütün olarak anlamlıdır ve bağımsız değişkenlerin kısa vadeli borçların toplam borçlara oranındaki değişimi açıklama oranı %19'dur.

Bağımsız değişkenler incelendiğinde FB dışındaki tüm değişkenlerin %1 önem seviyesinde anlamlı oldukları görülmektedir. Diğer bir deyişle, FB dışındaki tüm bağımsız değişkenler kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı üzerinde etkilidir ve bu etki istatistiksel olarak anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre, ENF, K ve BO değişkenleri kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahipken; L ve VY değişkenleri ise, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir.

Bu sonuçlara göre; enflasyondaki bir birimlik artış kısa vadeli borçların toplam borçlara oranında 0.161 birimlik artışa, kârlılıktaki bir birimlik artış kısa vadeli borçların toplam borçlara oranında 0.178 birimlik artışa ve büyüme olanaklarındaki bir birimlik artış kısa vadeli borçların toplam borçlara oranında 0.011 birimlik artışa sebep olmaktadır.

Enflasyon değişkeninin pozitif katsayısı (0.161), enflasyon artışının işletmelerin borç yapısında kısa vadeli borçların payını artırdığını ortaya koymaktadır. Bu durum, enflasyonist ortamlarda reel borç yükünün azalacağı beklentisiyle işletmelerin kısa vadeli borçlara yönelme eğilimini desteklemektedir. Yüksek enflasyonun uzun vadeli borçlanma maliyetlerini artırması ve finansal belirsizliği yükseltmesi, işletmeleri kısa vadeli borçlanmayı tercih etmeye yöneltebilir.

Kârlılık değişkeninin pozitif etkisi (0.178), kârlılığı artan işletmelerin borç yapısında kısa vadeli borçlara daha fazla ağırlık verdiğini göstermektedir. Dolayısıyla sonuç, kârlılığı yüksek işletmelerin daha fazla borçlandığını değil, kullandıkları borçların vade yapısında kısa vadeli finansmana daha fazla yer verdiklerini göstermektedir. Sonuç, toplam borç miktarındaki artıştan ziyade borçların vade yapısındaki değişimi ifade etmektedir.

Büyüme olanakları değişkeninin görece düşük pozitif katsayısı (0.011), büyüme olanaklarının borçların vade yapısı üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu göstermektedir.

Ulaşılan diğer sonuçlara göre; likiditedeki bir birimlik artış kısa vadeli borçların toplam borçlara oranında 0.026 birimlik azalışa ve varlık yapısındaki bir birimlik artış kısa vadeli borçların toplam borçlara oranında 0.278 birimlik azalışa sebep olmaktadır.

Likidite değişkeninin katsayısının negatif (-0.026) olması işletmelerin likidite düzeyi arttıkça borç vadesinin uzadığını ve kısa vadeli borçlara bağımlılığın azaldığını göstermektedir.

Buna karşılık varlık yapısı değişkeninin negatif katsayısı (-0.278), maddi duran varlık yapısındaki artışın kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payını azalttığını göstermektedir. Bu sonuç, maddi duran varlık yapısı güçlendikçe işletmelerin daha uzun vadeli borçlanma imkânına erişebildiğini düşündürmektedir. Dolayısıyla, maddi duran varlıkların oranının artması, uzun vadeli borçlanma kapasitesini artırarak kısa vadeli borcun toplam borç içindeki payını azaltabilmektedir.

Enflasyondaki artışla işletmelerin hammadde, işçilik ve enerji maliyetleri arttığından işletmeler üretimi devam ettirebilmeleri için daha fazla likiditeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu nedenle işletmeler bu dönemlerde daha çok kısa vadeli ticari kredilere yönelmekte veya kısa vadeli banka kredilerine yönelmektedirler. Tedarikçiler de enflasyonun barındırdığı risklerden uzak durmak için uzun vadeli satışlardan kaçınmaktadırlar. Bu nedenle işletmeler biraz da zorunluluktan kaynaklı kısa vadeli ticari kredilere yönelmektedirler. Bu sonuç literatürle de eşleşmektedir. Örneğin, 1990-2006 dönemini kapsayan ve 36 adet gelişmekte olan ülkede yapılan araştırmada Alufar (2009) enflasyonun işletmeleri kısa vadeli borçlara yönlendirdiği tespit edilmiştir. Benzer olarak daha önce de ifade edildiği üzere Aarstol (2000), Guerrero (2006) ve Ropele vd., (2022) yaptıkları çalışmalarda enflasyonun işletmeleri kısa vadeli borca yönlendirdiği tespitini yapmışlardır. Dış finansman maliyeti firmaların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin temel bir bileşeni olduğundan, enflasyon nedeniyle faiz oranlarında artış beklentisi, işletmelerin finansman tercihlerinde uzun vadeli borçlanma ve öz kaynak yerine kısa vadeli fonlara yönelme eğilimini artıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir (Alufar, 2009: 138).

H₂ hipotezi ile ilişkili model olan Model 3'ün panel veri analiz sonuçları Tablo 4'te yer almaktadır.

Tablo 4.: Panel Regresyon Sonuçları - Model 3

Bağımlı Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	p-değeri
FINS				
ENF	4,787	2,491	1,92	0,055*
FB	-0,979	0,780	-1,26	0,209
FK	8,458	6,362	1,33	0,184
NKM	-1,245	3,124	-0,4	0,690
BOZ	1,117	0,621	1,8	0,072*
OZA	10,887	7,175	1,52	0,129
VDH	-3,117	1,574	-1,98	0,048**
Sabit Terim	0,136	10,999	0,01	0,99
Düzeltilmiş R ²	0,032			
p değeri	0,053			
Not = * işareti %10 düzeyinde, ** işareti %5 düzeyinde ve *** işareti %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.				

Tablo 4'e göre modelin p değeri (0.053), 0.10'dan küçük olduğu için model bir bütün olarak anlamlıdır ve bağımsız değişkenlerin finansal sürdürülebilirlikteki değişimi açıklama oranı %3'tür.

Bağımsız değişkenler incelendiğinde ENF, BOZ ve VDH değişkenlerinin %10 önem seviyesinde anlamlı oldukları görülmektedir. Dolayısıyla; ENF, BOZ ve VDH finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde etkilidir ve bu etki istatistiksel olarak anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre, ENF ve BOZ değişkenleri finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahipken; VDH değişkeni finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Finansal sürdürülebilirlik oranının yapısı gereği oranın yükselmesi, nakit akışının borçları karşılama gücünün zayıfladığını ifade ettiğinden finansal sürdürülebilirliği negatif etkileyerek sürdürülebilirliğin bozulmasına sebep olmaktadır.

Sonuçlara göre; enflasyondaki bir birimlik artış finansal sürdürülebilirlik oranında 4.787 birimlik artışa, borçların özkaynaklara oranındaki bir birimlik artış finansal sürdürülebilirlik oranında 1.117 birimlik artışa sebep olmaktadır.

Enflasyon değişkeninin pozitif katsayısı (4.787), enflasyonun finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olduğunu göstermektedir. Finansal sürdürülebilirlik oranında daha düşük değerlerin daha güçlü bir finansal sürdürülebilirliği ifade ettiği dikkate alındığında, bu durum enflasyondaki artışın işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bunun nedenleri; yüksek enflasyonun faaliyetlerden elde edilen nakit akışının reel değerini azaltması, işletmelerin finansman ihtiyaçlarını artırması ve borç yükünü yönetmeyi zorlaştırması olarak düşünülebilir. Sonuç olarak, işletmelerin mevcut nakit akışlarıyla finansal yükümlülüklerini karşılama kapasitesi zayıflayabilmekte ve finansal sürdürülebilirlik düzeyleri düşebilmektedir.

Borçların özkaynaklara oranı değişkeninin pozitif katsayısı (1.117) incelendiğinde ise, finansal sürdürülebilirlik oranındaki artış finansal sürdürülebilirlikteki bozulmayı ifade ettiğinden bu sonuç borçların özkaynaklara oranındaki artışın işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bunun nedeni, borçluluk düzeyinin yükselmesinin işletmelerin finansal yükünü artırabilmesi ve bu yükün faaliyetlerden elde edilen nakit akışına göre daha ağır hale gelebilmesidir. Başka bir ifadeyle, artan finansal kaldıraç işletmelerin borçlarını faaliyetlerinden sağladıkları nakit akışlarıyla karşılama kapasitesini zayıflatarak finansal sürdürülebilirliği azaltabilmektedir.

Ulaşılan diğer bir sonuca göre; varlık devir hızındaki bir birimlik artış finansal sürdürülebilirlik oranında 3.117 birimlik azalışa sebep olmaktadır. Varlık devir hızı değişkeninin katsayısının negatif (-3.117) olması, finansal sürdürülebilirlik oranında daha düşük değerlerin daha güçlü bir finansal sürdürülebilirliği ifade ettiği dikkate alındığında, bu sonuç varlık devir hızındaki artışın işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Bu bulgu, varlık kullanım etkinliğinin artmasının işletmelerin nakit yaratma kapasitesini güçlendirdiğini ve finansal

yükümlülüklerini faaliyetlerinden elde ettikleri nakit akışlarıyla daha rahat karşılayabildiklerini gösterebilmektedir. Dolayısıyla, yüksek varlık devir hızına sahip işletmelerin finansal açıdan daha sürdürülebilir bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.

Çalışmanın teorik kısmında belirtilen Fisher etkisi çerçevesinde konu değerlendirildiğinde enflasyonist ortamda tırmanan faizler ve artan sermaye maliyetleri işletmelerin finansal sürdürülebilirliği üzerinde ciddi baskı oluşturmaktadır. Nitekim uluslararası literatürde yer alan bazı çalışmalar da bunu destekler niteliktedir. Nijerya’da 2012-2022 yıllarını kapsayan bir araştırmada Ofuonye vd., (2025) enflasyonist dönemlerde sağlık sektöründe tüketici harcamalarının azalması işletmelerin sermayesini hareketsiz hale getirdiğinden finansal sürdürülebilirliğin olumsuz etkilendiği belirtilmiştir. Ayrıca aynı çalışmada sağlık sektöründe tıbbi malzemeler ve enerji gibi girdi maliyetlerinin artması işletmelerin kâr marjlarını düşürdüğünü, bunun da sağlık sektöründe sürdürülebilirliği tehlikeye attığı vurgulanmaktadır. Ayobami & Fadekemi (2024) tarafından Nijerya’da 2008-2023 yıllarını kapsayan ve KOBİ niteliğindeki işletmeler üzerinde yapılan bir diğer önemli çalışmada, güvenlik sorunu ile birlikte enflasyonun KOBİ’lerin finansal sürdürülebilirliği üzerinde negatif etkisi tespit edilmiştir. Bu çalışmada da benzer şekilde enflasyonun hammadde, işçilik ve diğer operasyonel girdilerin maliyetini artırdığı; özellikle ulaşım maliyetlerinin artmasıyla tedarik zincirinde bozulmaların gerçekleştiği ve enflasyonist bir ortamda finansal kuruluşların risklere karşı korunmak için faiz oranlarını yükselttiği, dolayısıyla KOBİ’lerin büyümek veya kayıplarını telafi etmek için ihtiyaç duydukları kredilere erişimde sorunlar yaşadığı belirtilmektedir. Benzer şekilde yine Nijerya’da 2011-2020 yıllarındaki veriler kullanılarak enflasyonist dönemlerde emeklilik fonlarının sürdürülebilirliği incelenmiş Oloruntoba & Ihiovi, (2022), artan enflasyon oranlarının emeklilik fonlarında elde edilen kazanımları aşındırdığı ve fonların finansal performansı üzerinde negatif etki ettiği vurgulanarak finansal sürdürülebilirliği enflasyonun olumsuz etkilediği ifade edilmektedir. Aynı doğrultuda Finlandiya’da makine imalatı sektörü üzerinde yapılan araştırmada Waheed (2025), enflasyonun hammadde, işçilik ve enerji maliyetlerini tırmandırarak üretim giderlerini artırdığı, maliyet artışı nedeniyle de fiyatlandırma yapılarının bozulduğu ve tedarik zinciri kesintilerine yol açarak operasyonel sürekliliği tehdit ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmaları destekler nitelikte Sri Lanka’daki çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların sürdürülebilir büyüme oranları üzerindeki enflasyon etkisini derinlemesine inceleyen Alles vd., (2009) artan enflasyonun şirketlerin reel büyüme potansiyelini önemli ölçüde zayıflattığını ve finansal dengeleri zorlaştırdığını, dolayısıyla finansal sürdürülebilirliği olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadırlar. Anılan yukarıdaki araştırmalar bu çalışmanın sonuçları ile örtüşmektedir.

SONUÇ VE TARTIŞMA

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık imalat işletmelerinde enflasyonun borç yapısı ve finansal sürdürülebilirlik üzerindeki etkilerini ortaya koymak için Borsa İstanbul’da işlem gören 198 firmanın 2019-2023 dönemine ait panel verileri kullanılarak analiz yapılmıştır. Analizler sonucunda ulaşılan sonuçlar, enflasyonun işletme düzeyinde finansal yapı ve sürdürülebilirlik dinamikleri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle çalışma Türkiye bağlamında literatüre katkı sunarken, enflasyonist ortamlarda işletmelerin borçlanma tercihleri ve risk yönetimi stratejilerinin şekillendirilmesine ilişkin önemli çıkarımlar sağlamaktadır.

Elde edilen bulgular, enflasyon oranlarının arttığı dönemlerde işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını artırdığını göstermekte olup bu sonuç literatürde yer alan çalışmalar ile paralellik göstermektedir (Aarstol, 2000; Guerrero, 2006; Ropele vd., 2022; İzmirli Ata, 2023). Yüksek enflasyon ortamında faiz oranlarının oynaklık göstermesi, uzun vadeli finansman kararlarını zorlaştırmakta; bu durum işletmelerin finansman ihtiyaçlarını kısa vadeli borçlarla karşılamasına neden olabilmektedir. Enflasyonun arttığı dönemlerde kısa vadeli borçların reel değerinin zaman içerisinde aşınması, işletmeler açısından kısa vadeli borçlanmayı daha avantajlı bir finansman aracı haline getirmektedir. Ayrıca, enflasyonist baskıların arttığı dönemlerde kredi verenlerin uzun vadeli borç vermekten kaçınması, işletmelerin borç yapısında kısa vadeli borçların ağırlığının artmasına yol açabilmektedir. Özetle, enflasyonist ortamlarda işletmeler uzun vadeli kredilendirme mekanizmalarını terk edip daha çok hayatta kalma odaklı kısa vadeli likidite arayışına yönelebilmektedirler. Neticede işletmeler tedarikçi kredilerinden banka kredilerine kadar tüm finansman kanallarında vade daralması gerçeğiyle yüzleşmekte ve finansal yapılarını bu zorunlu kısa vadeli döngüye göre yeniden şekillendirmek durumunda kalmaktadırlar.

Benzer şekilde çalışmada enflasyonun finansal sürdürülebilirlik oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak finansal sürdürülebilirlik oranında yer alan formülasyonun bileşenleri ayrıntılı incelendiğinde finansal sürdürülebilirlik oranının yüksek olması işletmenin zayıf nakit akışına ve artan net finansal borçlara sahip olduğunu, finansal sürdürülebilirlik oranının düşük olması ise güçlü nakit akışına ve azalan net finansal borçlara sahip olduğunu gösterir. Bu nedenle enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde dönen varlıkların ve operasyonel nakit üretiminin azalmasıyla oranın artması, finansal sürdürülebilirliği negatif yönde etkilemektedir. Bu sonuç enflasyonla sürdürülebilirlik arasında negatif bir ilişki olduğunu ifade etmekte olup literatürde yer alan önceki çalışmaların sonuçlarıyla uyumlu olduğunu göstermektedir (Alles vd., 2009; Oloruntoba & Ihiovi, 2022; Ayobami & Fadekemi, 2024; Ofuonye vd., 2025; Waheed, 2025). Bu araştırma ile benzer araştırmaların sonuçları birlikte değerlendirildiğinde enflasyonun işletmelerin mali dengesi ve finansal sürdürülebilirliği üzerinde çok boyutlu etkisi olduğu anlaşılmaktadır. Enflasyonist dönemlerde özellikle artan girdi maliyetlerinin baskısı ve artan faiz oranlarının finansman giderlerini ağırlaştırması nedeniyle şirketlerin finansman temininde kısa vadeli borçlanmaya yöneldiği, bu durumun ise sermaye yapısını bozarak likidite riskini artırdığı anlaşılmaktadır. Ayrıca enflasyonla birlikte satış fiyatlarının artan maliyetleri karşılayamaması veya müşteri kaybı korkusuyla fiyatlara yansıtılamaması, operasyonel kârlılığı doğrudan tehdit etmekte, dolayısıyla uzun dönemde finansal sürdürülebilirliği olumsuz etkilemektedir.

Bu nedenlerle enflasyonist dönemlerde işletmelere daha likit bir yapıya sahip olarak hayatta kalabilmeleri ya da sürdürülebilirliklerini devam ettirebilmeleri için tahsilat sürelerini kısaltmaları ve krediye dayalı stok tedarikini devre dışı bırakarak stoklara gereksiz sermaye bağlanmasını önlemeleri önerilebilir. Enflasyon etkisi ile oluşan satış fiyatlarının yükselmesi dolayısıyla ortaya çıkan kârlılık artışlarının bir kısmının likidite rezervi olarak tutulması sürdürülebilirlik açısından önem arz etmektedir.

İleride yapılacak çalışmalarda farklı sektörlerin karşılaştırmalı olarak analize dahil edilmesi, KOBİ'ler ile büyük ölçekli işletmeler arasındaki farklılıkların incelenmesi ve daha uzun zaman dilimlerini kapsayan veri setleriyle sonuçların test edilmesi önerilebilir.

Etik Beyanı	<i>Yazarlar, çalışmanın hazırlanma süreçlerinin tamamında etik kurallara uyduklarını açıkça beyan ederler. Aksi bir durumun tespiti halinde ÖHÜİBF Dergisinin hiçbir sorumluluğu bulunmamakta olup, bütün sorumluluk çalışmanın yazarlarına aittir.</i>
Yazarların Katkıları	<i>Tüm yazarlar, çalışmadaki bütün bölümlere katkı sağlamıştır. 1. yazarın katkı oranı %33,33, 2. yazarın katkı oranı ise %33,33 ve 3. yazarın katkı oranı %33,33'tür.</i>
Çıkar Beyanları	<i>Yazarlar arasında çıkar çatışması yoktur.</i>
Ethics Statement	<i>The authors declare that all ethical principles and rules were strictly observed throughout every stage of the preparation of this study. In case of any violation, ÖHÜİBF Journal is under no responsibility, and all responsibility rests solely with the authors.</i>
Authors' Contributions	<i>The authors contributed equally to the manuscript. The first author's contribution rate is 33.33%, the second author's contribution rate is 33.33% and the third author's contribution rate is 33.33%.</i>
Conflict of Interest	<i>The authors declare no conflicts of interest.</i>

KAYNAKÇA

- Aarstol, M. P. (2000). Inflation and debt maturity. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40(1), 139-153.
- Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q.U., & Javaid, H.M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 55, 737-774.
- Alles, L., Gunathilaka, C., & Nanayakkara, N. (2009). Inflation, corporate financial policy and sustainable growth. Conference Paper, 4th International Research Conference on Management and Finance.
- Alufar, B. G. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in Economics and Finance*, 26(2), 129-142.
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49, 431-434.
- Ayobami, K. A., & Fadekemi, A. A. (2024). Insecurity, inflation and sustainability of small and medium enterprise in Nigeria. *International Journal of Social Sciences and Management Review*, 7(6), 477-491.
- Baltagi, B. H. & Wu, P. X. (1999) Unequally spaced panel data regressions with AR(1) disturbances, *Econometric Theory*, 15(6), pp. 814-823.
- Bhayani, S. J. (2010). Determinant of profitability in Indian cement industry: an economic analysis. *South Asian Journal of Management*, 17(4), 6-20.
- Brown, M. B., & Forsythe, A. B. (1974). Robust tests for the equality of variances. *Journal of the American Statistical Association*, 69(346), 364-367.
- Brunnermeier, M., Correia, S., Luck, S., Verner, E., & Zimmermann, T. (2025). The debt-inflation channel of the German (hyper) inflation. *American Economic Review*, 115(7), 1-55.
- Javed, A., & Anwar, S. (2020). What causes financial distress? A study of inflation, solvency, profitability and liquidity: A random effect analysis. *International Journal of Disaster Recovery and Business Continuity*, 11(3), 3605-3618.
- Cameron, C. M., & Miller, D. L. (2015). A practitioner's guide to cluster-robust inference. *The Journal of Human Resources*, 50, 317-372.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Cortez, M. A., & Susanto, S. (2012). The determinants of corporate capital structure: Evidence from Japanese manufacturing companies. *Journal of International Business Research*, 11(3), 121-134
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Durbin, J., & Watson, G. S. (1951). Testing for serial correlation in least squares regression: II. *Biometrika*, 38(1-2), 159-178.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The investor revolution: shareholders are getting serious about sustainability. *Harvard Business Review*, 97(3), 106-116.
- Eleje, E. O., Okechukwu, A. E., & Chikanele, E. O. (2020). Debt finance and corporate performance: firm level empirical evaluation. *Archives of Business Research*, 8(1), 94-106.
- Fajri, O. M., Muhsyaf, S. A., & Prasidya, T. C. I. T. (2024). Assering the impact of macroeconomic indicators on corporate financial performance: An empirical analysis in Asia. *Journal Aplikasi Akuntansi*, 9(1), 313-332.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan, New York. https://oll-resources.s3.us-east-2.amazonaws.com/oll3/store/titles/1416/Fisher_0219_EBk_v6.0.pdf

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Friske, W., Hoelscher, S. A., & Nikolov, A. N. (2023). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: insights from signaling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 51(2), 372-392.
- Froot, K. A. (1989). Consistent covariance matrix estimation with cross-sectional dependence and heteroskedasticity in financial data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(3), 333-355.
- Gajurel, D. (2006). Macroeconomic influences on corporate capital structure. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=899049
- Geelen, T., Hajda, J., Morellec, E., & Winegar, A. (2024). Asset life, leverage, and debt maturity matching. *Journal of Financial Economics*, 154, 1-22.
- Gleißner, W., Günther, T., & Walkshäusl, C. (2022). Financial sustainability: measurement and empirical evidence. *Journal of Business Economics*, 92(3), 467-516.
- Gordon, R. H. (1982). Interest rates, inflation, and corporate financial policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 13(2), 461-491.
- Greene, W. (2000). *Econometric analysis*. Prentice Hall, New York, 4th Edition.
- Guerrero, F. (2006). High inflation and corporate debt maturity: The case of Turkey, 1988-94. Unpublished manuscript. Economics Department, University of Nevada, Reno.
- Gujarati, D. N. (2022). *Basic econometrics*. Prentice Hall, New Jersey.
- Hair Jr, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. Pearson, New York, 7th Edition.
- Henock, M. S. (2019). Financial sustainability and outreach performance of saving and credit cooperatives: the case of Eastern Ethiopia. *Asia Pacific Management Review*, 24(1), 1-9.
- <https://data.tuik.gov.tr/>
- Ike R, C., & Anuolam, M. O. (2023). Risk management and sustainability of deposit money banks in Nigeria. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, 7(5), 352-362.
- İlbasmış, M. (2025). The double-edged sword of inflation: analyzing its impact on Turkish firms' financial performance. *Journal of Economic Studies*, 1-17.
- IMF. (2023). Global financial stability report: safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2023/april/english/text.pdf>
- İzmirli Ata, F. (2023). Enflasyonun işletmelerin varlık ve finansal yapılarına etkisi: BİST 30 analizi. *Journal of Yasar University*, 18(72), 526-546.
- Johnson, D. J. (1981). The behavior of financial structure and sustainable growth in an inflationary environment. *Financial Management*, 10(4), 30-35.
- Kahl, M., Shivdasani, A., & Wang, Y. (2015). Short-term debt as bridge financing: Evidence from the commercial paper market. *The Journal of Finance*, 70, 211-255.
- Karadeniz, E., Kaplan, F., & Günay, F. (2016). Sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul turizm şirketlerinde bir araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3), 38-55.
- Larianti, N. N. D., & Purbawangsa, I. B. A. (2019). The role of profitability mediates the effect of macro economic factors, capital structure and company growth on firm's value. *International Journal Of Sciences: Basic And Applied Research*, 48(5), 142-156.
- Leibowitz, M. L., & Kogelman, S. (2023). Inflation-induced overearnings. *The Journal of Portfolio Management*, 50(1), 72-81.
- Levene, H. (1960). Robust tests for the equality of variance. In: Olkin, I., Ed. *Contributions to probability and statistics*, 278-292, Stanford University Press.

- Lewellen, W. G., & Kracaw, W. A. (1987). Inflation, corporate growth, and corporate leverage. *Financial Management*, 16(4), 29-36.
- Mills, GT (1996). Enflasyonun sermaye bütçelemesi ve işletme sermayesi üzerindeki etkisi. *Finansal ve Stratejik Kararlar Dergisi*, 9 (1), 79-87.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540.
- Moradi, S., Ahadi, H. R., & Sierpiński, G. (2023). Sustainable management of railway companies amid inflation and reduced government subsidies: A system dynamics approach. *Sustainability*, 15(14), 1-23.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nguyen, K. Q. T. (2022). Determinants of debt maturity structure: Evidence in Vietnam. *Cogent Business & Management*, 9, 1-27
- Niu, X. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*, 3(3), 133-139.
- Nofitasari, S., & Putri, R. H. (2025). The effect of inflation and firm size on profitability in banking companies listed on the stock exchange. *Journal of Business Administration and Strategy*, 1(1), 27-35.
- Nwosu, O., Mairafi, S. L., Musa, A. A., & Kolo, I. (2025). Effect of inflation and exchange rates on financial performance of selected quoted manufacturing companies in Nigeria. *Journal of Business Development and Management Research*, 259-280.
- Nyamita, M. O., Garbharran, H. L., & Dorasamy, N. (2014). Factors influencing debt financing within state-owned corporations in Kenya. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 6(11), 884-905.
- Ofuonye, J., Emeka-Nwokeji, N., & Ezebuilo, P. (2025). Effect of inflation rates on the financial performance and sustainability of public healthcare companies in Nigeria . *Journal of Policy and Development Studies*, 18(2), 109-124.
- Oloruntoba, A. D., & Ihiovi, J. O. (2022). Financial sustainability and pension fund performance in Nigeria: The effects of inflation rates. *UMYU Journal of Accounting and Finance Research*, 2(2), 54-67.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *Cambridge Working Papers in Economics No. 0435*. Faculty of Economics, University of Cambridge.
- Rai, A. K., & Rai, S. (2012). Factors affecting financial sustainability of microfinance institutions. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3(6), 1-9.
- Ratajczak, P., Nowicki, J., & Szutowski, D. (2024). Society's well-being and firm profitability. The case of Poland. *Financial Internet Quarterly*, 20(3), 13-28.
- Reifman, A., & Keyton, K. (2010). Winsorize. in Salkind, N. J. (ed.) *Encyclopedia of Research Design*. Thousand Oaks, CA: SAGE, 1636-1638.
- Rogers, W. H. (1993). Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*, 13, 19-23.
- Ropele, T., Gorodnichenko, Y., & Coibion, O. (2022). Inflation expectations and corporate borrowing decisions: New causal evidence. NBER Working Paper. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4249575>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- 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.
- Sajwani, B., Al-Shboul, M., & Maghyereh, A. (2024). Do board characteristics affect financial sustainability? The COVID-19 pandemic experience. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.

- Shen H., & Chen J. (2023). Research on u-shaped relationship between short-term debt for long-term use and supply chain enterprise default risk: Evidence from Chinese listed firms. *PLoS One*, 18(10), 1-20.
- Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M. S. (2011). Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan. *Journal of Economics and International Finance*, 3(4), 217–227.
- Tarı, R. (2018). *Ekonometri*. Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 13. Baskı.
- Verawati, V. (2020). The effect of financial conditions, growth, and debt to equity ratio on company sustainability with corporate governance as a moderating variable. *International Journal of Contemporary Accounting*, 1(2), 149-162.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2012). *İleri panel veri analizi*. Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2023). *Panel veri ekonometrisi Stata uygulamaları*. Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Zabolotnyy, S., & Wasilewski, M. (2019). The concept of financial sustainability measurement: a case of food companies from Northern Europe. *Sustainability*, 11(18), 5139.
- Waheed, R. (2025). Confronting Inflation and Improving Business sustainability in the Mechanical Industry. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/909204/Waheed_Rashid.pdf?sequence=2