



**SERMAYE YAPISINI ANLAMADA  
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN ROLÜ:  
MİNT ÜLKELERİ ÖRNEĞİ**

**2022  
YÜKSEK LİSANS TEZİ  
BANKACILIK VE FİNANS**

**Ümmügülsüm ŞAHİN**

**Danışman  
Dr. Öğr. Üyesi Hasan TEKİN**

**SERMAYE YAPISINI ANLAMADA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN  
ROLÜ: MİNT ÜLKELERİ ÖRNEĞİ**

**Ümmügülsüm ŞAHİN**

**Dr. Öğr. Üyesi Hasan TEKİN**

**T.C.**

**Karabük Üniversitesi**

**Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**

**Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Olarak Hazırlanmıştır**

**KARABÜK**

**Nisan 2022**

# İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	1
DOĞRULUK BEYANI .....	4
ÖNSÖZ .....	5
ÖZ.....	6
ABSTRACT.....	7
ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ.....	8
ARCHIVE RECORD INFORMATION .....	9
KISALTMALAR .....	10
ARAŞTIRMANIN KONUSU .....	11
ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	11
ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	11
ARAŞTIRMA SORUSU.....	11
ÖRNEKLEM.....	11
KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER .....	11
1. GİRİŞ.....	12
2. MİNT ÜLKELERİ .....	15
2.1. Meksika .....	16
2.2. Endonezya.....	17
2.3. Nijerya.....	17
2.4. Türkiye.....	18
3. MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER .....	19
3.1. Ekonomik Büyüme.....	23
3.2. Dış Ticaret.....	24
3.3. Enflasyon Oranı .....	26
3.4. Faiz Oranı .....	28
4. LİTERATÜR TARAMASI VE ARAŞTIRMANIN AMACI .....	30
4.1. Teorik Çerçeve .....	30
4.1.1. İlgisizlik Teoremi .....	30
4.1.2. Dengeleme Teorisi.....	31
4.1.3. Finansman Hiyerarşisi Teorisi .....	32

4.2.	Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler İle İlgili Yapılmış Çalışmalar ....	33
4.2.1.	Makroekonomik Faktörler .....	33
4.2.2.	Firma Seviyesindeki Faktörler .....	35
4.2.3.	Endüstri Seviyesindeki Faktörler.....	38
4.3.	Araştırmanın Amacı ve Araştırma Soruları.....	38
5.	YÖNTEM .....	40
5.1.	En Küçük Kareler Yöntemi .....	41
5.2.	Sabit Etkiler Yöntemi .....	41
5.3.	Tesadüfi Etkiler Yöntemi .....	41
5.4.	Ampirik Model .....	41
6.	ÖRNEKLEM .....	43
6.1.	Bağımlı Değişken.....	44
6.2.	Açıklayıcı Değişkenler .....	44
6.1.	Tanımlayıcı İstatistikler.....	45
6.2.	Korelasyon Matris.....	46
7.	AMPİRİK BULGULAR .....	48
7.1.	Tek Yönlü Analiz.....	48
7.2.	Çok Yönlü Analiz .....	49
	SONUÇ .....	55
	KAYNAKÇA .....	57
	TABLolar LİSTESİ .....	67
	ŞEKİLLER LİSTESİ .....	68
	ÖZGEÇMİŞ .....	69

## TEZ ONAY SAYFASI

Ümmügülsüm ŞAHİN tarafından hazırlanan “SERMAYE YAPISINI ANLAMADA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN ROLÜ: MİNT ÜLKELERİ ÖRNEĞİ” başlıklı bu tezin Yüksek Lisans Tezi olarak uygun olduğunu onaylarım.

Dr. Öğr. Üyesi Hasan TEKİN

.....

Tez Danışmanı, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı

Bu çalışma, jürimiz tarafından Oy Birliği ile Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir. 01/04/2022

**Ünvanı, Adı SOYADI (Kurumu)**

**İmzası**

Başkan : Prof. Dr. Saim KAYADİBİ ( KBÜ)

.....

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Ali Yavuz POLAT ( AGÜ)

(ONLINE)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Hasan TEKİN ( KBÜ)

.....

KBÜ Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yönetim Kurulu, bu tez ile, Yüksek Lisans Tezi derecesini onamıştır.

Prof. Dr. Hasan SOLMAZ

.....

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

## **DOĞRULUK BEYANI**

Yüksek lisans olarak sunduğum bu çalışmayı bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı herhangi bir yola tevessül etmeden yazdığımı, araştırmamı yaparken hangi tür alıntılarım intihal kusuru sayılacağını bildiğimi, intihal kusuru sayılabilecek herhangi bir bölüme araştırmamda yer vermediğimi, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğuğunu ve bu eserlere metin içerisinde uygun şekilde atıf yapıldığını beyan ederim.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak ahlaki ve hukuki tüm sonuçlara katlanmayı kabul ederim.

**Adı Soyadı:** Ümmüğülsüm şAHİN

**İmza** :

## ÖNSÖZ

Yüksek Lisans tez sürecim boyunca başından sonuna kadar bana destek olan, yol gösteren, değerli bilgilerini benimle paylaşan, kıymetli vaktini bana ayıran, zorlandığım zamanlarda beni sürekli motive eden değerli hocam Dr. Öğr. Üyesi HASAN TEKİN'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Hayatımın her alanında elimden tutan, benimle gurur duyan, sonsuz güvenen, maddi ve manevi ellerinden gelen her desteği sağlayan, beni bu günlere getirmek için hiçbir fedakarlıktan kaçınmadan her türlü imkanları yaratan annem RUKİYE ŞAHİN, babam İHSAN ŞAHİN ve kardeşim YUSUF EFE ŞAHİN'e sevgi ve teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek Lisans sürecimde bana inanmaktan asla vazgeçmeyen, her ne koşulda olursa olsun bana elinden gelen tüm desteği veren, tüm stresimi anlayışla karşılayan ve bu stresi benimle birlikte üstlenen sevgili HAKAN YÜKSEL'e çok teşekkür ediyorum.

## ÖZ

Dünyanın büyük bir bölümünü geliştirmekle olan ülkeler kapsamaktadır. Dolayısıyla küreselleşme sebebiyle sermaye yetersizliği, geliştirmekle olan ülkelerin en büyük sorunu haline gelmektedir. Çalışmanın amacı makroekonomik göstergelerin sermaye yapısını ne ölçüde etkilediğini analizler yardımıyla ortaya çıkarmak ve teoriler ile desteklemektir.

Borç ve öz kaynağı içeren sermaye yapısı, firmalar için oldukça büyük etken taşımaktadır. Gelişmiş ve geliştirmekle olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısı kararlarını anlamak dünya ekonomisini anlamada oldukça etkilidir. Araştırmada MINT ülkeleri için 10.558 gözlem sayısı ile 2002-2017 yılları arası finansal veriler panel veri analizi yapılarak incelenmektedir. Değişken tanımlarında toplam defter kaldırıcı, net defter kaldırıcı, firma büyüklüğü, piyasa-defter oranı, karlılık, maddilik, defter kaldırıcı medyanı, ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon oranı, faiz oranı analiz edilmektedir.

Çalışmada panel veri modelleri karşılaştırıldığında ve sabit etkiler metodu uygulanması ile makroekonomik göstergelerin sermaye yapısındaki etkileri analiz edilmektedir. Yapılan analizler ekonomik büyümenin, toplam defter kaldırıcısına negatif etkisi olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu da ekonomik büyümenin az olduğu ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldırıcılarının yüksek olduğunu göstermektedir. Sonraki analizde ise faiz oranı ile toplam defter kaldırıcı arasında anlamsız ve negatif bir ilişki olduğunu görülmektedir. Dolayısıyla faiz oranının toplam defter kaldırıcı üzerinde bir etkisi olmadığı ortaya çıkmaktadır. Son olarak dış ticaret ve toplam defter kaldırıcının arasında pozitif bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Dış ticaret hacmi büyük olan ülkelerdeki firmalar yüksek toplam defter kaldırıcısına sahip olduğu görülmektedir. Bu da firmaların risksiz borçlanabildiklerini ortaya çıkarmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Makroekonomik göstergeler; MINT ülkeleri; Sermaye yapısı



## ABSTRACT

Much of the world is covered by developing countries. Due to globalization, the lack of capital has become the biggest problem in developing countries. The goal of the study is to reveal the extent to which macroeconomic indicators affect capital structure with the help of analyses and to support it with theories.

The capital structure, which includes debt and equity, is essential for firms. Understanding the capital structure decisions of firms in developed and developing countries is highly effective in understanding the world economy. The study examines financial data from 2002 to 2017 by conducting panel data analysis, with 10,558 observations counted for MINT countries. Variable definitions analyze the leverage of books, firm size, market-to-book ratio, profitability, materialism, book leverage median, economic growth, foreign trade, inflation rate, interest rate.

The study analyzes the effects of macroeconomic indicators on the capital structure by comparing panel data models and implementing the fixed effects method. Analysis reveals that economic growth has a negative impact on leverage. This suggests that firms in countries where economic growth is scarce have high book leverage. The subsequent analysis shows a meaningless and negative relationship between interest rate and leverage. Therefore, it turns out that the interest rate does not affect book leverage. Finally, there is a positive relationship between foreign trade and leverage. Firms in countries with large trade volumes appear to have high book leverage. In turn, it reveals that firms can borrow without risk.

**Keywords:** Macroeconomic indicators; MINT countries; Capital structure

## ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ

<b>Tezin Adı</b>	Sermaye Yapısını Anlamada Makroekonomik Göstergelerin Rolü: MINT Ülkeleri Örneği
<b>Tezin Yazarı</b>	Ümmügülsüm ŞAHİN
<b>Tezin Danışmanı</b>	Dr. Öğretim Üyesi Hasan TEKİN
<b>Tezin Derecesi</b>	Yüksek Lisans
<b>Tezin Tarihi</b>	31.12.2021
<b>Tezin Alanı</b>	Finans
<b>Tezin Yeri</b>	KBÜ/LEE
<b>Tezin Sayfa Sayısı</b>	69
<b>Anahtar Kelimeler</b>	Makroekonomik göstergeler, MINT ülkeleri, Sermaye yapısı

## ARCHIVE RECORD INFORMATION

<b>Name of the Thesis</b>	The Role of Macroeconomic Indicators in Understanding Capital Structure: Evidence from MINT Countries
<b>Author of the Thesis</b>	Ümmügülsüm ŞAHİN
<b>Advisor of the Thesis</b>	Assistant Professor Dr. Hasan TEKİN
<b>Status of the Thesis</b>	Master
<b>Date of the Thesis</b>	31.12.2021
<b>Field of the Thesis</b>	Finance
<b>Place of the Thesis</b>	KBU/LEE
<b>Total Page Number</b>	69
<b>Keywords</b>	Macroeconomic indicators, MINT countries, Capital structure

## **KISALTMALAR**

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>BRIC</b>	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>MINT</b>	Meksika, Endonezya, Nijerya, Türkiye

## **ARAŞTIRMANIN KONUSU**

Çalışma makroekonomik göstergelerin gelişmekte olan ÷lkelerdeki firmaların sermaye yapıları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Bunun için de MINT ÷lkeleri (Meksika, Endonezya, Nijerya ve T÷rkiye) örneklemini üzerinden bir ampirik uygulama gerçekteŐtirilmektedir.

## **ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ**

Gelişmekte olan ÷lkelerin en önemli sorunlarından birisi sermaye yetersizliği olarak gör÷lmektedir. Bu çalışmanın amacı ve önemi makroekonomik faktörlerin gelişmekte olan ÷lkelerdeki firmaların sermaye yapısını nasıl etkilediğini analizler yardımı ile ortaya çıkarmaktır.

## **ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ**

Panel veri analizleri için oluşturulan ampirik modelde sermaye yapısı olarak toplam defter kaldırıcı, sermaye yapısını etkileyen faktörler olarak da (i) ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon, faiz (makroekonomik); (ii) firma büyüklüğü, piyasa-defter oranı, karlılık, maddilik (firma-seviyesinde) ve (iii) defter kaldırıcı medyanı (endüstri-seviyesinde) yer almaktadır.

## **ARAŞTIRMA SORUSU**

Gelişmekte olan ÷lkelerde makroekonomik göstergeler sermaye yapısını nasıl etkilemektedir?

## **ÖRNEKLEM**

Veri seti MINT (Meksika, Endonezya, Nijerya ve T÷rkiye) ÷lkelerindeki finansal olmayan firmalardan, 10.558 firma-yılı kapsayarak 2002-2017 dönemi için Datastream veri tabanından çekilmiŐtir.

## **KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER**

Firma verileri Nijerya için 2002 yılından itibaren ulaşılabildiği için örneklem 2002-2017 yıllarını kapsayacak şekilde indirilmiştir.

# 1. GİRİŞ

Gelişme sürecinde bulunan ülkelerin istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümeye sahip olması en temel hedefleri arasında yer almaktadır. Belirli bir ekonomik büyüme oranına sahip ülkelerde yatırımların istenilen ölçüde olması, refah artışı, işsizlik oranının düşük seviyede kalabilmesi, gelir dağılımındaki eşitlik ve üretimdeki artışlar ekonomik büyümeyi beraberinde getirmektedir.

Finans literatürün de sermaye yapısı kavramı, firmaların mal ve hizmet üretmek için kullandığı borç ve özkaynak dağılımını ifade etmektedir. Sermaye yapısı üzerinde alınan kararlar ile özellikle firmaların borç ve özkaynak konusundaki kararları sermaye maliyetleri, sermaye bütçeleri ve firma değerine kadar etkisi bulunmaktadır. Firmaların yabancı kaynak olarak borçlanması çeşitli yükümlülük ve riskler taşımaktadır. Dolayısıyla işletme içi öz sermayeye ağırlık vermektedirler. Bu yükümlülük ve riskler göz önüne alındığında optimal bir sermaye yapısına ulaşmak şirketler için ulaşılması zor bir hedef olarak önemini korumaya devam etmektedir.

Sermaye yapısını anlamada en önemli etkenin makroekonomik göstergeler olduğu görülmektedir. Firmaların sermaye yapıları ülkelerin ekonomik durumundan oldukça etkilenmektedir. Firmalar bulunduğu ekonomik durumu doğru bir şekilde değerlendirmeleri ve geleceğe yönelik olan kararlarını doğru verebilmeleri açısından makroekonomiye ihtiyaç duymaktadırlar.

Makroekonomik göstergelerin en önemli faktörlerini ise ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon ve faiz oluşturmaktadır. Ekonomik büyüme firmaların üretim kapasitesindeki artışı etkilerken aynı zamanda dış ticaret kapısı açmaktadır. Dış ticaretten elde edilen gelirleri finanse etmek için ise enflasyon ve faiz ilişkisinin gözlemlenmesi gerekmektedir.

1958 yılında Modigliani ve Miller, yaptıkları çalışmalarında firma değeri ve sermaye yapısının arasında bir ilişki olmadığını savunmaktadır. Bu zamana kadar yapılan çalışmalar arasında bu konu hakkında yapılan en detaylı bir çalışma olarak görülmektedir. Çalışmalarındaki bulgularda vergilerin olmaması, iflas ve vekalet giderlerinin olmaması gibi kusursuz bir sermaye piyasası gösterilmektedir. Modigliani ve Miller, yaptığı çalışmalarda sermaye yapısı ile ilgili nasıl kararların alındığı borç ve özkaynak dengesinin nasıl uygulanacağı ile ilgili birçok çalışmalar çıkarmaktadır. Bu

çalışmalar sonucunda farklı teoriler ortaya çıkmaktadır. Bu teorilerden en çok öne çıkan ise *Dengeleme teorisi ve Finansman hiyerarşi teorisidir*.

Dünya nüfusunun büyük bir çoğunluğu gelişmekte olan ülkelerde yaşamaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler üzerine birçok araştırma yapılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin dünya ekonomisine etkisinin büyük önem taşıdığı görülmektedir. O'Neill tarafından 2000'li yıllarda ortaya atılan çalışmalarda gelişme hızı en yüksek olan BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ülkeleri ele alınmaktadır. Ancak son yıllarda performans düşüklüğü araştırmanın seyrini değiştirerek yeni ülke arayışına yol açmaktadır.

2013 yılında yine O'Neill, MINT (Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye) ülkelerini ortaya atmaktadır. Avantajlı demografik yapısı sebebiyle bu ülkelerin geleceğin ekonomileri arasında yer alacağını savunmaktadır. Bu savunmasının asıl önemli sebebi ise çalışma çağındaki nüfusun artacağı ve iş gücüne önemli katkısının bulunacağı ileri sürülmektedir.

Bu çalışmada Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye'den oluşan MINT ülkelerinin sermaye yapıları ve bunlara dayanan makroekonomileri panel veri analizi ile incelenmektedir. Çalışmada dört ülke (MINT), 10.558 gözlem sayısı ve endüstri alanında hammaddeler, petrol ve gaz, sağlık hizmetleri, sanayi ürünleri, teknoloji, telekomünikasyon, tüketici hizmetleri, tüketim malların gözlemlenmesi 2002-2017 yılları için incelenmektedir.

Çalışma şu bölümlerden oluşmaktadır. İkinci ve üçüncü bölümde MINT ülkeleri için enflasyon, dış ticaret, enflasyon oranı ve faiz oranı anlatılarak makroekonomik göstergeleri belirtilmektedir. Analiz sonuçlarına göre ekonomik büyümenin, toplam defter kaldırıcına negatif etkisi olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla ekonomik büyümesi az olan ülkelerde bulunan firmaların toplam defter kaldırıcının yüksek olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Analizler sonucu toplam defter kaldırıcı ve faiz arasında negatif ve anlamsız ilişki olduğundan kaynaklı faizin toplam defter kaldırıcına etkisi olmadığı gösterilmektedir. Dış ticaret faktöründe ise toplam defter kaldırıcı ile pozitif yönlü ilişkilerinden kaynaklı dış ticaret hacmi yüksek firmaların toplam defter kaldırıcılarının da yüksek olduğu belirtilmektedir.

Dördüncü bölümde ise sermaye yapısına uygun teorik çerçeve ele alınmaktadır. Sermaye yapısı teorileri detaylı bir şekilde incelenmektedir. *Dengeleme Teorisi* maksimum bir sermaye yapısına odaklanırken *Finansman Hiyerarşi Teorisi* sermaye yapısı incelenirken hiyerarşiyi öne çıkarmaktadır.

Beş ve altıncı bölümlerde sırasıyla yöntem ve örneklem anlatılmıştır. Son bölümde ise ilgili testler uygulanarak ampirik analizler yapılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken, açıklayıcı değişken, tanımlayıcı istatistikler, korelasyon matrisi, tek yönlü analiz ve çift yönlü analiz kullanılmaktadır.



## 2. MİNT ÜLKELERİ

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları dünya ekonomisi için önemli bir rol oynamaktadır. Bu sebeple ilk olarak gelişmekte olan ülkelerin ekonomisini anlamak dünya ekonomisini daha iyi anlamak adına önemli bir adım olarak görülmektedir (Tekin, 2021b).

Dünya nüfusu incelendiğinde yaklaşık %75'i gelişmekte olan ülkelerde yaşadığı görülmektedir. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerdeki nüfus artışı gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkeler dinamik genç nüfusa sahip olduğu görülmektedir. Bu nüfusun tüketim alışkanlıklarının değişmesi gelişmekte olan ülkelerdeki toplam talep miktarının artması ve pazar payının artmasına yol açmaktadır (Yardımcıoğlu, 2015).

O'Neill 2000'li yıllarda dünyada en hızlı gelişen ülkeler olarak BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ülkelerini göstermektedir. Fakat son yıllarda bu ülkelerin düşen performansı sebebiyle alternatif piyasa arayışı içine girmektedir. Bu doğrultuda yine O'Neill tarafından 2013 yılında ortaya atılan MINT (Meksika, Nijerya, Endonezya ve Türkiye) ülkeleri dünya ekonomisinin "Yeni Dörtlü"sü olarak gösterilmektedir. Avantajlı demografik yapıları 20 yıl içerisinde geleceğin ekonomileri arasında olacağından bahsedildiği görülmektedir (Hayaloğlu, 2015).

Genç ve dinamik nüfusa sahip olmasının yanı sıra nüfusun gelecekte daha da artacak olması MINT ülkeleri için demografik açıdan avantaj sahibi olduğu belirtilmektedir. Çalışma çağındaki nüfusun son 20 yılda artması ve artan nüfusun iş gücüne katılma oranının da artması Çin ve Rusya başta olmak üzere BRIC ve diğer gelişmekte olan ülkelerde olmayan bir özellik olarak görülmektedir. Bu durum MINT ülkelerinin önemini daha çok ortaya çıkarmaktadır (Yalçınkaya, 2014).

Farklı kültür, tarih ve jeopolitik yapıya sahip olsalar dahi bazı ortak özellikleri taşımaktadırlar. Önümüzdeki 10 yıl yaşanan nüfusunun düşük büyüme oranı oluşturacağı gösterilmektedir. MINT ülkeleri ise genç nüfusundan dolayı hızlı ekonomik büyümeye sahip olacağı görülmektedir. Bunun yanı sıra MINT ülkeleri coğrafi konumları açısından da önemli ülkeler olduğu görülmektedir. Çin'in Endonezya'ya yakınlığı, Türkiye'nin Avrupa Birliği'nin bitişiğinde olması, Meksika'nın Amerika ile komşu olması ve Nijerya'nın Afrika ülkeleri arasında ekonomi merkezi olma

potansiyeline sahip olması MINT ülkelerine oldukça avantaj sağlamaktadır. Ayrıca MINT ülkeleri arasında sadece Nijerya gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin oluşturduğu G-20 grubuna üye değildir (Durotoye, 2014).

MINT ülkelerinin hepsinin önemli geçiş noktalarında bulunmalarından kaynaklı, dünya ticaretinin yapısına göre avantaj sahibi olacakları belirtilmektedir. Diğer yandan O'Neil, Türkiye dışındaki diğer ülkelerin hammadde açısından zengin olmasına dikkat çekmektedir (Hayaloğlu, 2015).

MINT ülkelerinin bu kadar önemli olmasının bir sebebi ise son yıllarda yaptıkları stratejik hareketlerdir. Bu ülkelerin neden ilgi odağı olduğunun sebebi olarak gösterilebilecek stratejik hareketlerden (Yılmaz, 2015) bazıları ise şunlardır:

- Nijerya'nın tarıma olan yatırımları,
- Türkiye'nin cari açığı kapatma çabası ve ekonomik büyümeye odaklanması,
- Endonezya'nın üretime odaklanması,
- Meksika'nın petrol yatırımları.

## **2.1. Meksika**

Meksika, yüzölçümü bakımından Brezilya ve Arjantin'den sonra en büyük 3. ülke olarak görülmektedir. Ayrıca Latin Amerika'daki en büyük ekonomilerden biri olan Meksika; Çin, Rusya, Brezilya ve Hindistan'dan sonra gelişmiş olan en büyük 5. pazara sahiptir. Dolayısıyla bu durum dış ticaret açısından MINT ülkeleri arasında önemini artırmaktadır (Tütüncü, 2019).

Stratejik konumu sebebiyle Meksika, Güney Amerika ve Kuzey Amerika arasında bir köprü görevi görmektedir. Ayrıca Meksika'nın ABD'ye yakın olması dış ticaret açısından kuvvetli bir ülke olarak nitelendirilmesine olanak sağlamaktadır. Bu yakınlık sebebiyle Meksika, Latin Amerika ve Karayip ülkeleri için ithalat ve ihracat oranıyla bölgedeki dış ticaretin neredeyse üçte birine sahip olduğu görülmektedir (Yılmaz, 2015).

Meksika ihracatının %80'ini ABD ile yapmaktadır. Dolayısıyla ABD kaynaklı ekonomik krizlerden oldukça etkilenmektedirler. Ayrıca maliyet açısından daha avantajlı olması, ABD'nin otomotiv sanayisini Meksika'ya kaydırması, Çin'in üretim için Meksika'yı tercih etmesi olumlu gelişme olarak görülmektedir (Hayaloğlu, 2015).

## 2.2. Endonezya

Endonezya, MINT ülkeleri arasında en fazla nüfusa sahip olmanın yanı sıra 270 milyon ile dünyanın da en fazla nüfusa sahip olan ülkeleri arasında yer almaktadır. 2008 krizinden çok fazla yara almadan çıkmayı başarabilen Endonezya ekonomisi kötüye giden ülkelere göre ciddi anlamda dikkat çekmektedir. Bu ülke Güney Asya'daki en büyük ekonomi olarak adlandırılmaktadır. Beş yıllık kalkınma planları yapan ülke iktisadi anlamda yol haritasını belirlemektedir. Ayrıca MINT ülkeleri arasında ismini duyuran Endonezya, 2013 yılında G-20 ülkeleri arasında iktisadi büyüme hızı ile dikkat çeken Çin'in ardında yerini almaktadır (Yılmaz, 2015).

1970'li yıllarda yoksul ülkeler sınıfında olan Endonezya, 1996 yılında orta gelirli ülkeler sınıfına girerek %6 civarında büyüme gerçekleştirmektedir. Günümüzde oldukça istikrarlı bir ekonomik yapısı olduğu görülmektedir. İstihdam ve üretimini tarımdan karşılamaktadır. Yeraltı kaynakları bakımından zengin olan bu ülke mineral yağlar ve yakıtların 3'te 1'inin ihracatını gerçekleştirmektedir. Son 30 yılda maden sektöründe yaşanan gelişmeler cari ödemeler dengesine büyük katkı sağlamaktadır. Öte yandan imalat sanayinin gelişimi 1991 yılında tarım sektörünü geride bırakmaktadır. Bundan dolayı imalat sanayi 2011 yılında GSYİH içindeki payı %47,2 'ye yükseldiği görülmektedir (Yılmaz, 2015).

## 2.3. Nijerya

Nijerya 2008 krizini Endonezya gibi hafif etkilerle atlattığı ülkeler arasında yer almaktadır. Krizin büyümeye devam eden Nijerya ekonomisinin büyüme hızını az da olsa düşürdüğü görülmektedir. 2010 yılında istikrarını artırarak MINT ülkeleri içinde Türkiye'nin ardında ikinci en hızlı büyüyen ülke olmaktadır. Ayrıca Afrika ülkeleri arasında en fazla nüfusa sahip olan Nijerya yine Afrika ülkeleri arasında en büyük petrol ihracatçı rolünü de üstlenmektedir (Akin, 2018).

Nijerya'nın cari açık ve dış ticaret bakımından avantajlı bir ülke olmasının sebebi kıtadaki en geniş doğalgaz rezervine sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Fakat yoksulluk ülkede büyük problem olarak görülmektedir. Özellikle elektrik arzı problemi üretim ve sanayiye etkilemektedir. Dolayısıyla bu durum ekonomik büyümeyi oldukça etkilemektedir. İhracatının %90'ını petrol ile sürdüren Nijerya ihracatın temelini petrole

odaklamaktadır. Alternatifsiz ürün politikası ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar ülke için dezavantaj sağlamaktadır (Yılmaz, 2015).

#### **2.4. Türkiye**

Türkiye'nin MINT ülkeleri arasında en az nüfusa sahip olduğu görülmektedir. 2001 krizinden sonra hızlı bir ekonomik büyüme göstermektedir. Bu ekonomik büyüme 2012 yılına kadar sürmektedir. Ayrıca Türkiye'nin bu büyüme hızı ile yıl bazında %5,4'lük oran elde etmektedir. 2008 krizi sonucundaki olumsuzluklar dışında ülkedeki ekonomik büyümedeki büyüme ve istikrar oldukça dikkat çekmektedir. Bu performansı sebebi ile Türkiye BRIC ülkelerinin ekonomisi ile kıyaslanır hale gelmektedir. Bazı BRIC ekonomilerinden de daha üstün olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca Türkiye'nin Avrupa Birliği (AB) ülkeleri ile güçlü bağları bulunmaktadır. Bundan dolayı AB ülkeleriyle yaptığı ticaret ihracat odaklı büyüme stratejisini geliştirmektedir (Yılmaz, 2015).

Türkiye ekonomisi hakkında yapılan araştırmalar arasında bulunan Gürsel vd. (2013)'nin araştırmalarına göre son yıllarda Türkiye dikkat çekici bir büyüme gerçekleştirmektedir. Çin'den sonra gelen en hızlı büyüme performansına sahip ülke unvanını kazanmaktadır. Fakat bu büyüme sadece iç talepten kaynaklandığından dolayı cari açığı önemli ölçüde artırmaktadır. Türkiye'nin geçmiş dönemdeki ekonomisine bakıldığında borçla finanse edilen bir ekonomik sistemde bu şekilde cari açığı kapatmak imkânsız görülmektedir. Sonuç olarak Türkiye'nin en büyük probleminin dengeli bir ekonomik politikasının olmadığı belirtilmektedir (Gürsel ve Soybilgen, 2013).

### 3. MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

Bir ülkenin varlığını koruması ve rekabetçiliğini devam ettirebilmesi için makroekonomik göstergelerin önemi oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Mevcut durum ve geleceğe yönelik plan aşamasında kararların ve planların başarılı olabilmesi için doğru makroekonomik göstergelere ihtiyaç bulunmaktadır (Aynaoglu, 2018).

Bir işletmenin faaliyetinin devamlılığını sürdürmek, yatırımlarına kaynak bulmak ve varlıklarını finanse etmek için borç ve özkaynak kullanılmaktadır. Bu bileşim sermaye yapısını ortaya çıkarmaktadır. Sermaye yapısını anlamak için en önemli etken makroekonomik faktörler olduğu görülmektedir (Sayılğan, 2013).

Ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon ve faiz makroekonomik faktörlerin temel taşı oluşturmaktadır. Üretilen mal ve hizmetlere yapılan talepten dolayı pazar payının artması ve hedef pazarların keşfi gayrisafi yurtiçi hasıla açısından oldukça önemli olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu durum ekonomik büyüme açısından önem arz etmektedir. Aynı şekilde yatırım planlamaları, finans süreçleri, fiyatların belirlenmesi ve hizmetlerin maliyetleri konusunda dikkat edilmesi gereken faiz ve enflasyon ise diğer önemli makroekonomik faktörler arasına girmektedir. Dış ticareti etkin ülkeler ve döviz ile çalışan firmalar açısından kurdaki dalgalanmalar da sermaye yapısı kararlarında oldukça etkili bir makroekonomik gösterge olduğu görülmektedir (Degryse vd., 2012).

Ekonomik büyümedeki artış bir ülkedeki üretim kapasitesinin de göstergesi olduğu görülmektedir. Aynı zamanda ekonomik büyüme, belirli bir dönemdeki ekonomik faaliyetlerin sonuçlarını da ortaya çıkarmaktadır. Büyümedeki artışın gayrisafi yurt içi hasılayla doğru orantılı olması iktisadi refahın da artmasına sebep olmaktadır. Ekonomik bürümenin ölçülmesindeki en önemli unsur milli gelir olduğu görülmektedir (Yıldırım, 2016).

Her ülkenin sınırlı sayıda kaynağı bulunmaktadır. Bundan dolayı talep edilen ürünlerin başka ülkelere tedarik edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla dış ticaret unsuru ortaya çıkmaktadır (Yaman, 2018). Dış ticaret uluslararası kalkınma sürecinde oldukça önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. Aynı zamanda dış ticaret, ülkelerin ekonomi ve siyasal anlamda dünyada söz sahibi olmasına sebep olmaktadır. Bundan

dolayı ekonomik kalkınma ve zenginleşme açısından oldukça önemli yere sahip olabilmektedir (Gültekin, 2011).

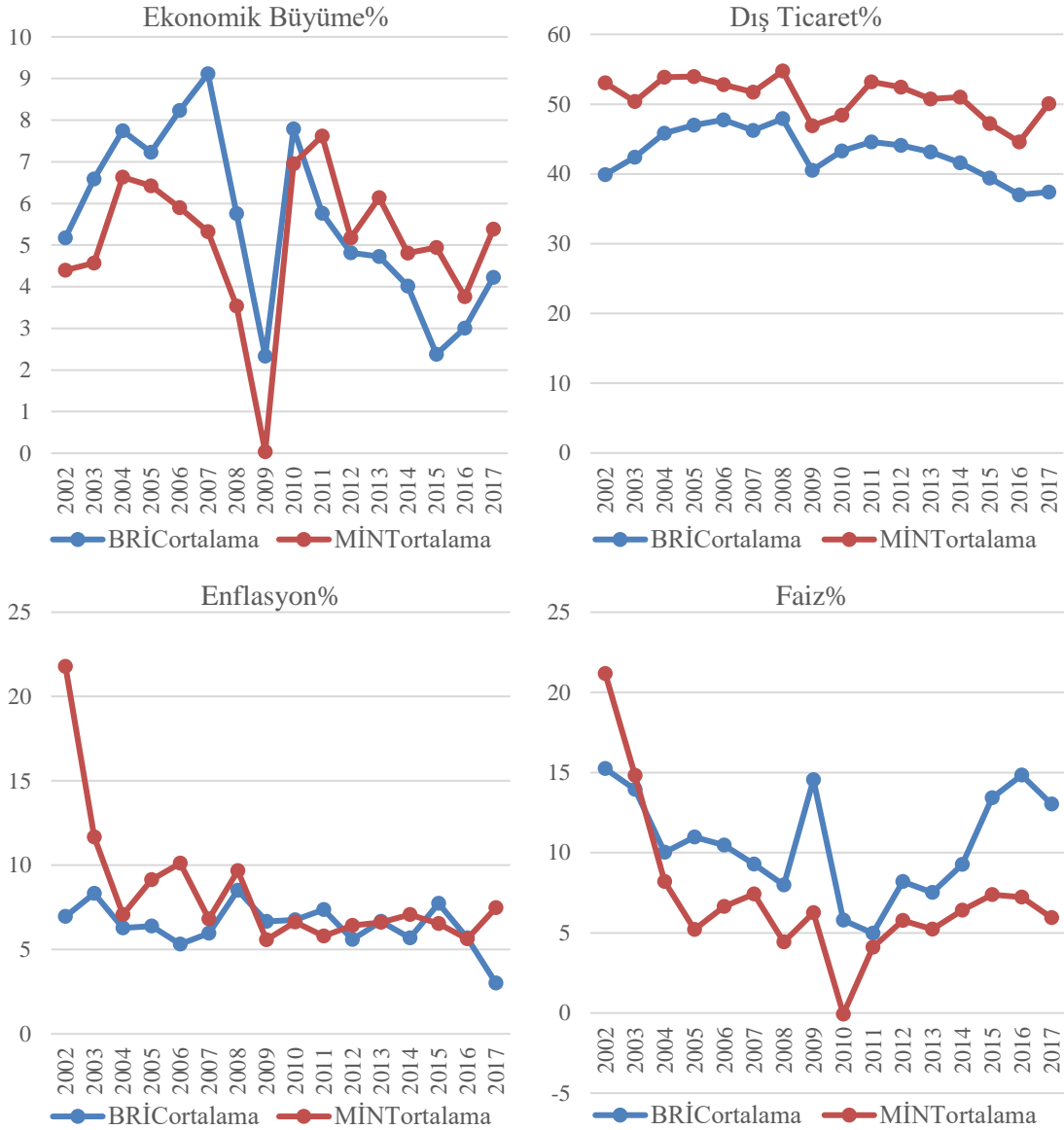
Makroekonomik göstergelerin arasında oldukça öneme sahip olan bir diğer gösterge de enflasyon olduğu görülmektedir. Enflasyonun özellikle gelir dağılımını etkilediği görülmektedir. Fiyatlar üzerindeki sürekli artış enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Enflasyonun ekonomik belirsizlikleri yatırım kararlarını ve yatırım politikalarını etkilemektedir. Günümüzde birçok ülke ekonomi politikalarında karar alırken enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemektedir. Enflasyon hedefleme stratejisi belirlenirken ise faiz oranları dikkate alınmaktadır (Toprakçı, 1994).

Gelecekte beklenen ya da hedeflenen enflasyon değerine karşı merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları dikkate alınmaktadır. Bu nedenle döviz kuru gibi ekonomik baskılara karşı politikalar izlenmektedir. Böylelikle enflasyon hedefleme stratejisi ortaya çıkmaktadır. Böylelikle enflasyon hedefleme stratejisinin en önemli aracı faiz olarak görülmektedir (Acet, 2009).

1980 sonrası teknoloji başta olmak üzere birçok alanda gelişmeler görülmektedir. Bilişim teknolojileri, küreselleşme, ekonomik özgürlük ve kurumsal kalite düzeyinde artışlar ortaya çıkmaktadır. Hızlanan artışlar sebebiyle ekonomik büyüme, gelir dağılımı ve enflasyon gibi temel ekonomik değişkenlerde önemli etkiler meydana gelmektedir. Bu değişkenler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir (Aggarwal and Kyaw, 2010).

Bu bölümün amacı ekonomik büyüme, enflasyon, faiz oranı, dış ticaret, gibi makroekonomik göstergelerinin BRIC ve MINT ülkeleri ortalamasına göre zaman içinde nasıl değiştiğini incelemektir.

**Şekil 1:** Makroekonomik göstergelerin kıyaslanması: BRIC ve MINT ülkeleri ortalamaları



*Not:* BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin), MINT (Meksika, Endonezya, Nijerya, Türkiye).  
*Kaynak:* Dünya Bankası, IMF (Uluslararası Para Fonu).

Şekil 1’de görüldüğü üzere her iki grupta 2009 yılında ekonomik büyüme trendin de en düşük seviyeyi görmektedir. 2010 yılına kadar BRIC ülkeleri, MINT ülkelerinin üzerinde bir trend izlemektedir. 2010-2011 yılları arası bir kırılma gerçekleşerek MINT ülkelerinin ekonomik büyüme oranları BRIC ülkelerinin üzerinde devam etmektedir.

2002-2017 yılları arasında dış ticaret trendine bakıldığında MINT ülkeleri, BRIC ülkeleri üzerinde ilerleyerek çizgisini hiç bozmamaktadır. 2008 kriz sebebiyle dış ticaret trendin de her iki grupta 2009 yılında en düşük seviyesine inmektedir.

2002 yılında MINT ülkeleri, BRIC ülkelere kıyasla büyük oranda enflasyon düşüşü yaşamaktadır. Tabloda her iki grupta 2004 ve 2016 yılları arasında enflasyon oranlarını %5'in altına inmediği görülmektedir.

Şekilde faiz oranına bakıldığında 2002 yılında BRIC ülkelere kıyasla MINT ülkelerin faiz oranları çok yüksek olmaktadır. Fakat 2003-2017 yılları arası MINT ülkeleri hep BRIC ülkeleri altında kaldığı görülmektedir.

2000'li yılların parlayan yıldızları olan ve 2004'te güçlenip çift haneli büyüme oranlarına ulaşan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin ülkeleri ilk kez uluslararası bir yatırım bankası olan Goldman Sachs'ın iktisatçılarından Jim O'Neill tarafından 2001'de BRIC ismini almaktadır.

Bazı temel ekonomik göstergeler başta olmak üzere yüzölçümleri ve nüfus yapıları benzer şekilde olan BRIC ülkelerinin özellikle son yıllarda istikrarlı büyüme oranları kendilerini diğer gelişmekte olan ülkelere ayırmaktadır. İlerleyen yıllarda G-7 ülkelerine yaklaşması da gözlemlenmektedir. Ayrıca yüzölçümü olarak Dünya'nın %25'inden, toplam nüfus olarak ise Dünya'nın %40'ında fazlasını kapsadığı oldukça dikkat çeken bir unsur olmaktadır. Bu sebepler doğrultusunda 2050 yılına kadar BRIC ülkeleri G-7 ülkelerini geride bırakacağı tahmin edilmektedir (Yalçınkaya, 2014).

BRIC ülkeleri içerisinde bulunan Rusya ve Brezilya'nın ekonomik performansı Çin ve Hindistan'ın gerisinde kaldığı görülmektedir. Bundan dolayı Zaman geçtikçe bu beş ülkenin iktisadi düşüşlerinin dikkat çekmesi sebebi ile yeni yükselen ekonomi arayışına gidilmektedir (Hayaloğlu, 2015).

BRIC isminin ortaya çıktığı zamanlarda grupta yerini alamayan fakat bu kapsamda değerlendirilmesi düşünülen Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye 2014 yılı başları itibari ile "yükselen ekonomik devletler" olarak "MINT" adını alarak BRIC'e rakip olarak ortaya çıktığı görülmektedir (Yalçınkaya, 2014).

Avantajlı coğrafi konumları ve önemli geçiş noktalarına sahip olmaları, Türkiye dışında diğer MINT ülkelerinin hammadde ürettiği de dikkat çeken avantajlar arasında yer almaktadır. Bundan dolayı O'Neill BRIC ve MINT ülkelerinin önemini vurgulayarak 2050 yılında bu dokuz ülkenin diğer gelişmekte olan ülkelere ayrılarak



dünyanın en büyük ilk 13 ekonomisi içerisinde yer alacaklarını savunmaktadır (Sandalcılar, 2012).

BRIC ülkelerinin ekonomileri 2010 yılı sonrası itibari ile performanslarını aynı şekilde koruyamazken MINT ülkeleri akıllı hamleler ile ekonomide yükselen piyasa olarak göze çarpmaktadır (Hayaloğlu, 2015).

### **3.1. Ekonomik Büyüme**

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH), bir ülkenin üretim hacmindeki en önemli faktörlerindedir. Ekonomik büyüme gelişmiş ülkeler için önemli bir konu olduğu kadar gelişmekte olan ülkeler içinde aynı önemi taşımaktadır. Ancak gelişmiş ülkeler GSYH 'ya yıllar içindeki değişimine önem verirken gelişmekte olan ülkeler daha çok ekonomik kalkınma ile ilgilenmektedirler. Çünkü ekonomik kalkınma ekonomik büyümeyi de kapsayan bir kavram olarak nitelenmektedir. Buna ek olarak toplumdaki gelir eşitsizliğinin azaltılması, işsizliğin azaltılması, sosyal ve kültürel modernleşme gibi konuları da kapsamaktadır. Dolayısıyla ekonomik kalkınma ekonomik olduğu kadar sosyal ve siyasi alanları da kapsamaktadır (Köksal ve Orman, 2015).

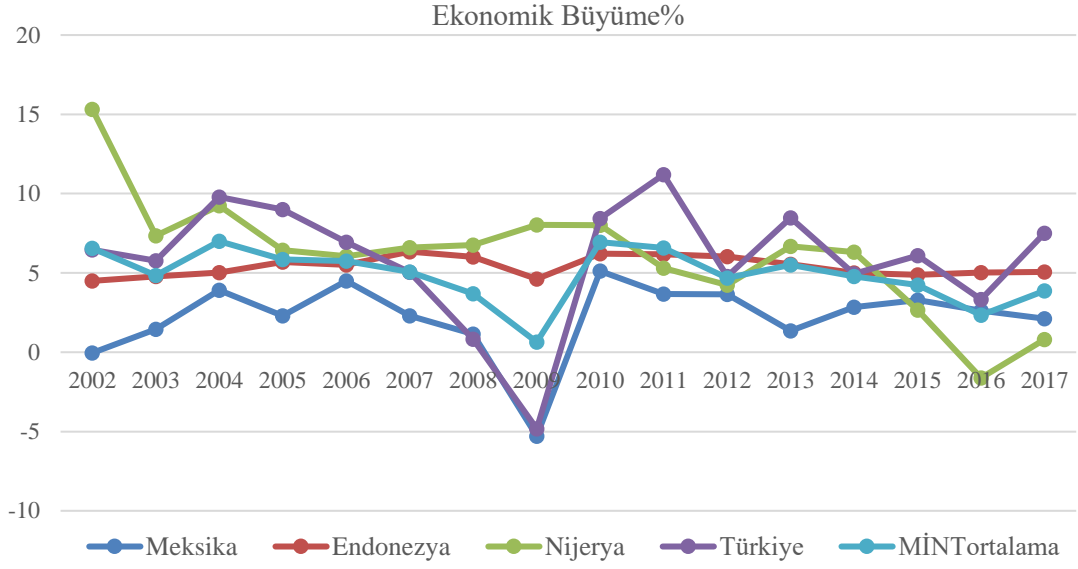
MINT ülkelerinin genç nüfusa sahip olması ve çalışma çağındaki insan sayısının artacak olması bu ülkelerin ekonomik büyümesinin hızlanmasına avantaj sağlamaktadır. Bunun yanı sıra Endonezya'nın Çin'e yakın olması, Türkiye'nin Avrupa Birliği'nin yakınında olması, Meksika'nın Amerika'nın komşusu olması ve Nijerya'nın potansiyel olarak Afrika'nın ekonomi merkezi olması da ekonomik anlamda büyümeyi tetikleyen sebepler arasında yer almaktadır (Odugbesan ve Rjoub, 2020).

Ülkelerin ekonomik anlamda kalkınabilmesi için birçok finansal gelişmeler ortaya çıkmaktadır. Bu gelişmelerin doğrultusunda ekonomik büyüme kavramı literatür de yerini aldığı görülmektedir. Ülkelerdeki üretim miktarının artışı, kişi başına düşen milli gelir artışı ve sosyal refahın artması ekonomik büyümedeki yükselmenin kanıtı olarak gösterilmektedir. Ayrıca teknolojinin gelişmesi de ekonomik büyümeyi etkileyen faktör olarak belirtilmektedir. Fakat ekonomik büyüme ölçümünde kullanılan en önemli kıstas milli gelir olarak gösterilmektedir (Akerlof, 1978).

Kişi başına düşen gelirin artışı ile ekonomik büyüme doğru orantıda ilerlemektedir. Bu anlamda kişi başına düşen gelir sürekli yani geçici olmaması gerekmektedir (Alti, 2006).

Şekil 2'ye bakıldığında, Nijerya 2008 krizini kalıcı etkiler olmadan atlattığı ülkelerden biridir. Kriz büyümeye devam eden Nijerya'nın büyüme hızını yavaşlatmıştır. 2010 yılında istikrarını artırarak MINT ülkeleri içinde Türkiye'nin arkasında ikinci en hızlı büyüyen ülke unvanını almıştır. Nijerya, Afrika'daki ülkeler arasında en çok nüfusa sahip ülkedir.

**Şekil 2:** MINT ülkeleri ve ortalaması için ekonomik büyüme trendi



Türkiye ve Meksika, MINT ülkeleri arasında krizi en ağır geçiren ülkelerdir. Fakat Endonezya ve Nijerya, MINT ortalamasının düşüşünü az da olsa hafifletmektedir.

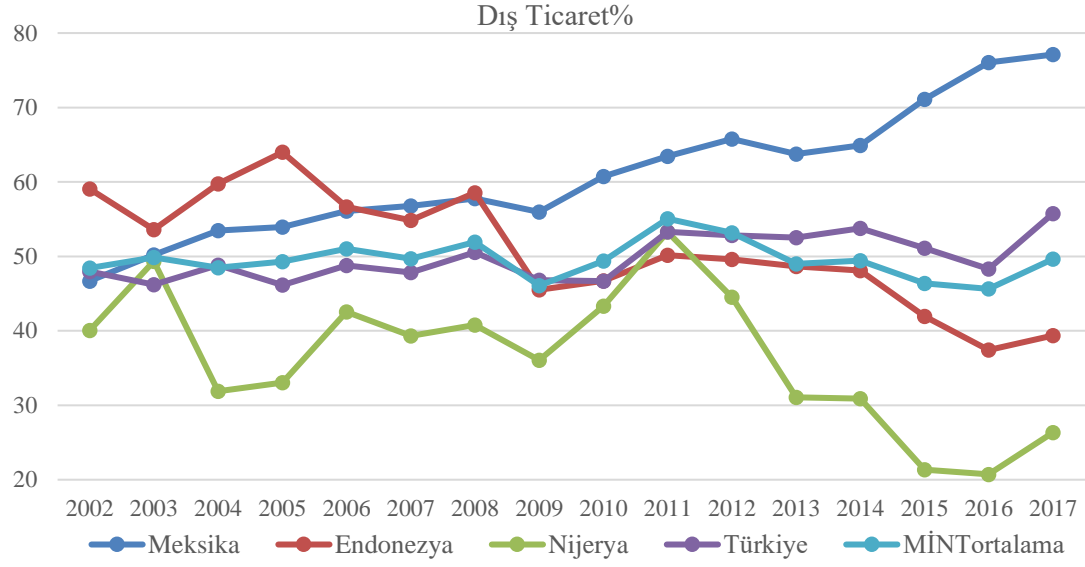
### 3.2. Dış Ticaret

Toplumlar mal ve hizmete gereksinim duymaktadır. Ülke yöneticileri ise bu mal ve hizmetleri karşılayabilmek adına çeşitli kaynaklara gereksinim duymaktadır. Her ülkenin sınırlı sayıda kaynağı bulunmaktadır. Dolayısıyla toplumun talep ettiği bütün ürünler tek bir ülke tarafından üretilmemektedir. Bundan dolayı ülkeler kendilerinin üretilmediği bir takım malı başka ülkelere satın alabilmektedir. Kendi ürettiği malı ise başka ülkelere satabilmektedir. Bu durumda dış ticaret ortaya çıkmaktadır (Wojewodzki vd., 2018).

Küresel anlamda ülkelerin ekonomik bakımdan söz sahibi olmasında dış ticaretin önemli bir yeri olmaktadır. Dış ticaret ülkelerin kalkınması, zenginleşmesi ve ekonomik anlamda büyümesinde oldukça yarar sağlayan bir etken haline gelmektedir. Bununla birlikte teknoloji seviyesi ile desteklenen makroekonomik olgular, ülkelerin dış ticarete

rekabet gücünü yükseltebilmektedir. Dolayısıyla ülkeler bu yöntemle dış ticarete rekabet gücüne sahip olmaktadır. Ülkeler, teknolojilerinin gelişmişlik düzeyleri, doğal kaynakların etkin şekilde kullanımı ve potansiyeli yüksek insan gücünü doğru kullandıkları zaman dış ticarete oldukça avantajlı pay almalarına olanak sağlamaktadır (Tekin, 2021d).

**Şekil 3:** MINT ülkeleri ve ortalaması için dış ticaret trendi



Kaynak: Dünya Bankası

Şekil 3'e bakıldığında Meksika 2002 yılında %48 oranında bir dış ticaret oranının olduğu görülmektedir. 2009 ve 2013 yıllarındaki hafif düşüşü dışında 2017 yılına kadar istikrarlı bir şekilde yükseliş göstermektedir. 2009 yılında yılın da MINT ülkeleri arasında en fazla dış ticaret oranına sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca Meksika 2009 yılından 2017'ye kadar bu 4 ülke arasında en fazla orana sahip olan ülke konumunda istikrarını korumaktadır. 2007 yılında hafif bir düşüş göstererek 2008 yılında yine MINT ülkeleri arasında en yüksek orana sahip olmaktadır.

Endonezya'ya bakıldığında 2002-2006 yılları arası MINT ülkeleri arasında en yüksek dış ticaret oranına sahip olduğu görülmektedir. 2006-2008 yılları arasında hafif bir düşüş göstermesine rağmen 2008'de tekrar MINT ülkeleri arasında en yüksek oranda olduğu belirtilmektedir. Fakat 2008 yılından sonra %50 oranının altında kalarak düşüş eğilimi göstermektedir.

Şekil 3'te Nijerya, volatilitesi en yüksek ülke olarak adlandırılmaktadır. 2003 ve 2011 yılları dışında bu ülke sürekli olarak MINT ülkeleri arasında en az orana sahip ülke olarak adlandırılmaktadır. 2015 ve 2016 yıllarında bu fark daha da artmaktadır.

Türkiye dış ticaret trendinde sürekli olarak MINT ortalamasına yakın bir trend izlemektedir. 2003 yılında MINT ülkeleri arasında en düşük seviyede iken bu durumu toparlayıp yine MINT ortalamasına yakın seviyede ilerlemektedir. 2016 yılından sonra yükseliş trendi izlerken %57 seviyesini görmektedir.

### 3.3. Enflasyon Oranı

Bir ülkedeki ekonomik istikrarın ispatlanmasında enflasyonun rolü oldukça etkilidir. Ülkede enflasyon ne kadar düşükse ekonomik istikrarda o kadar yüksek olduğu görülmektedir (Jermias ve Yigit, 2019).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Terimler Sözlüğüne bakıldığında enflasyon; fiyatların genel seviyesinin devamlı artması olarak tanımlanmaktadır. Dışa bağımlı ülkelerde siyasal istikrarsızlık olduğu zamanlarda meydana gelen döviz kurundaki artışlar, ithal edilen mal ve hizmetin fiyatını yükselterek enflasyonu ortaya çıkarabilmektedir (Hayaloğlu, 2015).

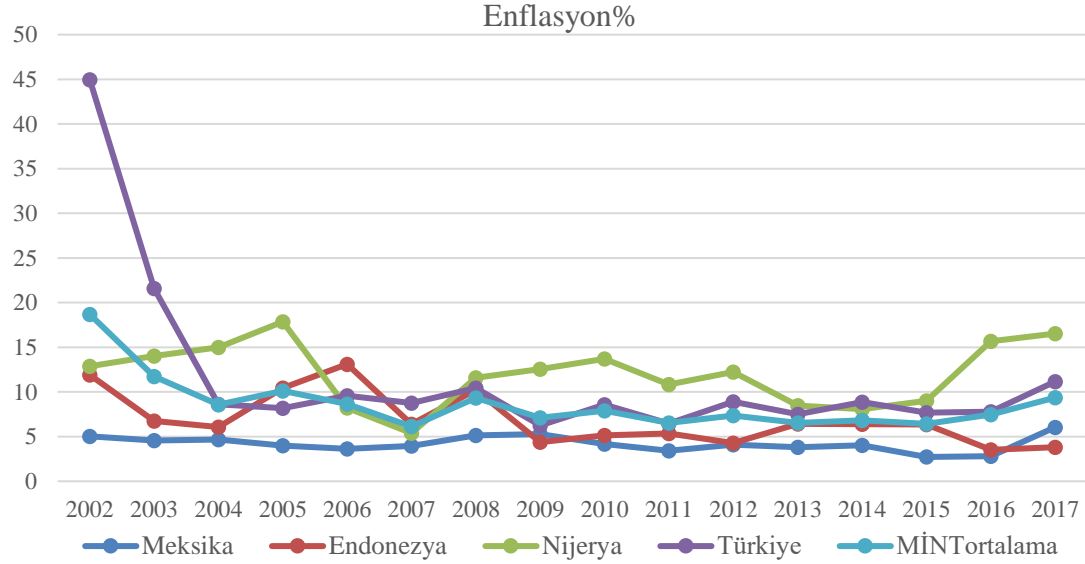
Faiz oranları, enflasyon artış seviyesinin gerisinde kaldığı takdirde reel faiz oranlarının düşmesine sebebiyet vermektedir. Bundan dolayı enflasyon oranı yüksek seviyede olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısındaki kaldıraç düzeyi fazla olmaktadır (Durukan, 1998).

Enflasyonun olmadığı bir ortamda firma sermayesi değeri ile reel değeri eşit olarak tanımlanmaktadır. Firmalar enflasyonun yükseldiği dönemlerde sermayelerindeki karışıklığı giderme amacı ile sermaye artırımına girmek zorunda kalmaktadırlar. Reel değerlerini koruması ya da bu değerleri arttırmalarının sebebi yedek akçeleri, karşılıkları ve dağıtılmamış karlara sağlanan fonları aktiflere yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Fakat bu fonlar nominal değerde kalmış ise reel değerlerini kaybetmelerine sebebiyet vermektedir (Köksal ve Orman, 2015).

Merkez bankaları, enflasyonu kontrol altına almak ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla 5 farklı enflasyon hedeflemeleri yapmaktadır. Bu hedeflerden birincisi, enflasyonun orta vadeli sayısal hedeflerini kamuoyuna aktarmaktır. İkincisi, fiyat istikrarı ve para politikasının ana hedefi olduğunu belirtmektir. Üçüncüsü ise, para politikasında alınan kararlarda sadece döviz kuru veya para birimleri değil birçok değişkeninde içinde olduğu bir stratejiyi açıklamasıdır. Dördüncü hedeflemesine bakıldığında, para politikası için yapılan planları ve enflasyonda hedeflenen oranları

piyasa, kamuoyu ile şeffaf bir şekilde paylaşabilmesidir. Son olarak beşinci hedefine bakıldığında, fiyat istikrarındaki hedefine güvenilirliğini artırılmasıdır (Booth vd., 2001).

**Şekil 4:** MİNT ülkeleri ve ortalaması için enflasyon trendi



Kaynak: IMF (Uluslararası Para Fonu)

Şekil 4'te görüldüğü üzere 2002 yılından 2009 yılına kadar Meksika, MINT ülkeleri arasında en düşük enflasyon oranına sahip ülke olarak gösterilmektedir. 2009 ve 2012 yılında Endonezya bu oranı yakalamayı başarmaktadır. Meksika 2013'ten 2016'ya kadar tekrar en az enflasyona sahip ülke konumunda gösterilmektedir. Fakat 2016 yılından sonra %5'ten yukarı bir yükseliş göstermektedir.

Endonezya, 2002 ve 2004 arası enflasyonda düşüş yaşarken 2006 yılında MINT ülkeleri arasında en fazla enflasyona sahip ülke konumunda gösterilmektedir. 2013, 2014 ve 2015 yıllarında hemen hemen stabil bir oran seyrederken 2016 yılında neredeyse yarı yarıya düşmektedir.

Nijerya'nın enflasyon trendlerine bakıldığında 2005 yılında MINT ülkeleri arasında en fazla enflasyon oranına sahip ülke olarak yerini almaktadır. 2005 yılında sonra her ne kadar %5 seviyesine düşse de 2008 ve 2013 yılları arasında yine MINT ülkeleri içinde en fazla enflasyona sahip ülke konumundadır. 2013-2015 yılları arasında hemen hemen aynı kalırken 2015-2017 yılları arasında ciddi bir artış görülmektedir.

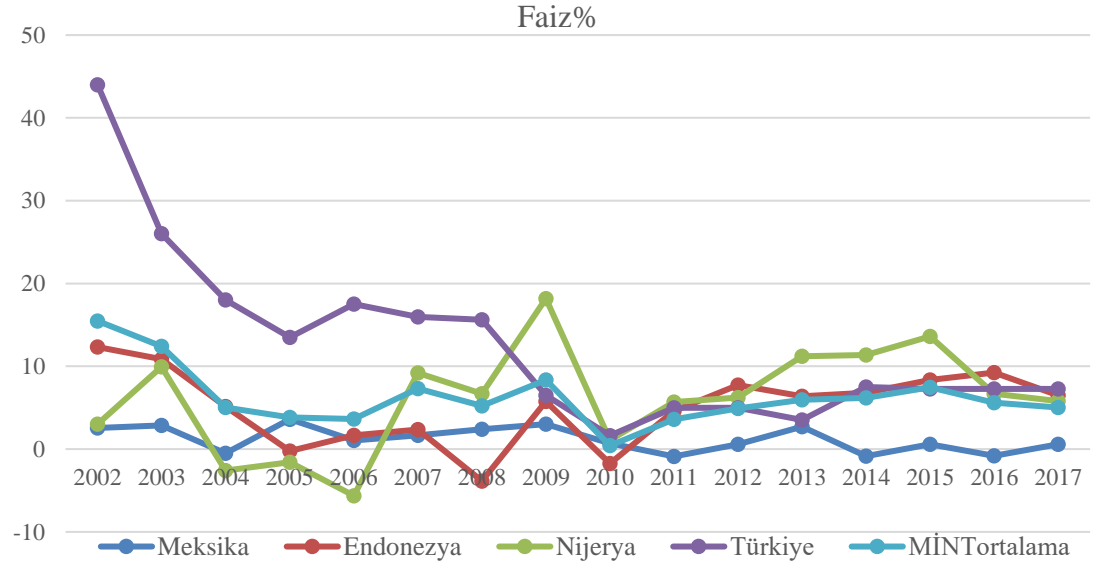
Türkiye'nin enflasyon oranlarına bakıldığında ise 2002 yılında MINT ülkeleri arasında ciddi bir farkla en fazla enflasyona sahip ülke konumundadır. 2002 yılında ani

bir düşüş yaşayarak %45 olan oran 2004 yılında %9 olarak çok ciddi bir gerileme göstermektedir. Genel olarak Türkiye 2005 ve 2009 yılları dışında MINT enflasyon ortalamasının üstünde bir seyir halinde ilerlemektedir.

### 3.4. Faiz Oranı

Merkez Bankalarının temel amacı enflasyonun oluşmaması için çaba sarf etmek ve buna neden olabilecek bütün unsurları kontrol altına alabilmektir. Enflasyona sebep olan iki temel unsur bulunmaktadır. Bunlar, toplam arz-talepteki değişimler ve döviz kurunda meydana gelen hareketlilik olarak gösterilmektedir (Frank ve Goyal, 2009). Dolayısıyla enflasyona sebep olan bu değişimleri kontrol altına alarak istediği hedef aralığında tutmak zorundadır. Bu durumlarda faiz oranları devreye girmektedir. Enflasyonun olduğu dönemlerde kısa vadeli faiz oranı aracını kullanmaktadır. Böylelikle toplam talep ve döviz kuru üzerinde baskı oluşturarak enflasyonu azaltıp fiyat istikrarı sağlamaya çalışmaktadır (Köksal ve Orman, 2015).

Şekil 5: MINT ülkeleri ve ortalaması için faiz trendi



Kaynak: IMF (Uluslararası Para Fonu)

Şekil 5'te görüldüğü üzere Meksika sadece 2004, 2011, 2014 ve 2016 yıllarında %0'ın altına ufak bir iniş yapmaktadır. Bu tarihler dışında her zaman %0'ın üstünde oran göstermektedir. Fakat bu oranlar %5 seviyesini bile görmemektedir.

Endonezya'nın faiz trendine bakıldığında 2008 yılında %0'ın altına girerek 2017 yılına kadar göstermiş olduğu oranın en alt seviyesini görmektedir. 2002 yılında %10'un

üzerinde bir oranı gösteren Endonezya 2017 yılına kadar %10'dan fazla bir oran görmemektedir.

Nijerya faiz oranında volatilitesi en yüksek ülke konumundadır. 2006 yılında MINT ülkeleri arasında en düşük faiz oranına sahip olduğu görülmektedir. Şekil 5'e bakıldığında 2009,2013,2014 ve 2015 yıllarında ise MINT ülkeleri arasında en fazla faiz oranına sahip ülke olarak gösterilmektedir.

Türkiye 2002 yılında %45 oranında bir faiz oranına sahipken MINT ülkeleri arasında ciddi bir fark göstermektedir. Her ne kadar 2002 yılından sonra düşüş gösterse bile 2008 yılına kadar MINT ülkeleri arasında en fazla faiz oranına sahip ülke konumundadır. 2010 yılında %1'lerde olan faiz oranı tekrar yükselmeye devam etmiştir. 2017 yılına kadar ise sürekli olarak %10'un altında seyir göstermektedir.

## 4. LİTERATÜR TARAMASI VE ARAŞTIRMANIN AMACI

### 4.1. Teorik Çerçeve

Bu bölümde sermaye yapısı teorilerinin temelini oluşturan Modigliani ve Miller (1958, 1963)'in ilgisizlik teoremi yanı sıra literatürde yoğun bir şekilde çalışılan en önemli iki teori olan Dengeleme teorisi ve Finansman hiyerarşisi teorisi incelenmektedir.

#### 4.1.1. İlgisizlik Teoremi

1958 yılında Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar yaptığı görülmektedir. Firma yöneticileri sermaye yapısının maksimum seviyeye gelmesi gerektiğini savunmaktadır. Fakat Modigliani ve Miller sermaye yapısı ile ilgili yaptığı çalışmalarında firma yöneticilerinin aksine sermaye yapısının firma değerini etkilemediğini savunmaktadır (Tekin ve Polat, 2020b).

Modigliani ve Miller'in (1958, 1963) ortaya çıkardığı ilgisizlik teoremi hakkında temel görüşleri şu şekilde açıklanmaktadır (Köksal ve Orman, 2015).

- Firmalar, risk ve getiri konusunda hassas davranmaktadırlar.
- Vekalet giderlerinin olmaması dikkat çekmektedir.
- Süreklilik gösteren nakit akışı izlenmektedir.
- İflas giderleri oluşmamaktadır.
- Yatırımcıların menkul kıymet alım ve satımlarında ortaya herhangi bir masraf çıkmamaktadır.
- Firmaların iç ve dış etkenlerinde simetrik bilgi bulunmaktadır.
- Borçlanma masrafı vergiden sonra sabit kalmaktadır.
- Bireyler açısından borç verme ve borçlanma durumu risksiz şekilde sonuçlanmaktadır.

Yukarıda belirtilen varsayımlara bakıldığında Modigliani ve Miller'a göre kusursuz bir finansal piyasa ortaya çıkmaktadır. Fakat gerçekçi olmayan varsayımlar ve bu varsayımların doğrudan test edilememesi birçok araştırmaya yol açmaktadır. Özellikle vergisiz bir yapının mümkün olmayacağı belirtilmektedir. Bundan dolayı, Modigliani ve Miller (1963) verginin sermaye maliyeti ve firma değerine etkisini dahil ederek teoriyi daha doğru hale getirmektedir.



#### 4.1.2. Dengeleme Teorisi

Modern sermaye yapısı teorilerinden en dikkat çekici olanı da dengeleme teorisi olduğu belirtilmektedir (Kraus ve Litzenberger, 1973). Firmaların maksimum sermaye yapıları göz önüne alındığında kaldıraç oranlarındaki artışın firmalara vergi açısından bir avantaj sağlamasının yanı sıra finansal maliyetlerindeki dezavantajının da göz önüne alınması gerektiğini savunmaktadır. Kraus ve Litzenberger (1973) borcun iflas maliyeti ve vergi avantajı arasında denge olmasının gerekliliği üzerine dengeleme teorisini ortaya çıkarmaktadırlar.

Dengeleme teorisine göre firmaların maksimum bir sermaye noktası vardır. Firmalar borç ve öz kaynak arasında bir seçim yaparken, faizin vergi tasarrufu ve borç sonrası finansal sıkıntı maliyetinin dengede olmasına özen göstermelidirler. Bundan dolayı borçlanmanın sağladığı fayda ve borçlanma sonrası oluşan finansal sıkıntı arasındaki farkın en fazla olduğu noktada borçlanmaları gerekir (Myers ve Majluf, 1984). Hedef borç değeri her firmanın mali yapılarına göre farklılık göstermektedir. Maddi duran varlığı olan ve yeteri kadar karı yüksek olan firmaların borç oranı, maddi duran varlığı olmayıp riskli olan firmalara göre öz kaynak finansmanı daha yüksek olması gerektiği savunulmaktadır (Tekin, 2021b).

Statik dengeleme modeli Myers'e (2001) göre, vergi tasarruflarının bugünkü değerinin mevcut finansal sıkıntı maliyetini dengelendiğinden bahsederek, şirket optimum sermaye yapısına ulaştığını savunmaktadır. Firmaların finansal kaldıraç seviyesinin yüksek olması ödeme sıkıntısının oluşmasına ve finansal sorumlulukları yerine getirememe ihtimalini ortaya çıkarmaktadır (Jermias ve Yigit, 2019).

1976 yılında Jensen ve Meckling "Firma Teorisi: Yönetimsel Davranış, Temsilcilik Maliyeti ve Sahiplik Yapısı" adlı makale ortaya çıkarmıştır. Bu makale ile birlikte Temsil maliyeti kavramı literatür de yerini almıştır. Makalede hissedarlar, yönetici veya girişimci arasındaki çıkar tartışmaları açıklanmaktadır. Teori temsilcinin kendi çıkarına göre şirket kaynaklarını değeri olmayan amaçlar için kullanmasının temsilci maliyetini ortaya çıkardığını savunmaktadır (D'Amato, 2020).

Kaldıraçlardan yararlanmak hissedarlar ve yöneticiler arasındaki sorunlarını ortadan kaldırmaya yardımcı olduğu kadar hissedarlar ve alacaklılar arasında da sorunlara da olabilmektedir. Borcun vergi avantajı ve kolay nakit sağlama avantajları vardır. Fakat riskli yatırımlar yapıldığında firmanın piyasa değerini düşürecek

dezavantajı da bulunmaktadır. Hissedarlar riskli projelere yatırım yapıp yüksek getiri sağlayabilirken yatırımın başarısız olduğu durumda ise borç verenleri zor duruma düşürebilmektedirler (Jermias ve Yigit, 2019).

Dengeleme teorisi arasında yer alan dinamik dengeleme modeline göre ise firma değerini optimal seviyeye ulaştırmak için hedef borç oranı elde etmek, ayarlama maliyetinin oluşumuna sebep olmaktadır. Firmalar ayarlama maliyeti bulundurmuyorsa ve statik dengeleme kuramı doğru değil ise elindeki borç oranı, optimal borç oranlarına eşit görülmektedir (Fischer vd., 1989).

### **4.1.3. Finansman Hiyerarşisi Teorisi**

Dengeleme teorisine alternatif olarak geliştirilen “Finansman Hiyerarşisi” teorisi 1984 yılında Myers ve Majluf tarafından ortaya atılmaktadır. Teori önceliğini iç fon kaynakları, borç ve öz kaynaklara verilmektedir (Tekin, 2021b).

Finansman hiyerarşisi, borç ve kâr payı maliyetinin, yeni hisse ihraç maliyetinden daha yüksek olduğu zaman ortaya çıktığını savunmaktadır. Firmalar genellikle yeni yatırımlarındaki önceliğini birikmiş karları finanse etmekte kullanmaktadırlar. Daha sonra borçlarını güvence altına almaktadırlar. Son olarak ise zor durumda kaldıklarında öz sermaye sağlamaktadırlar. Böylelikle firmaların sermaye yapısındaki değişiklikler finansman hiyerarşi teorisindeki net nakit akışından dolayı ortaya çıktığı gözlemlenmektedir (Harris ve Raviv, 1991).

Finansal piyasalarda oluşan asimetric bilgi firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Yatırımcıların yöneticiler kadar bilgiye sahip olmamasının yanı sıra işletmelerin ihraç edilen menkul kıymetlerinde asıl değerini bilememektedirler. Dolayısıyla yatırımcılarda işletmelerin sermaye yapısını, temettü politikalarını ve yatırım kararlarını göz önüne alarak şirket hakkında yorum yapmaktadırlar. Bunun sonucunda sinyalleme teorisi ortaya çıkmaktadır (Tekin, 2020a).

Asimetric bilgi yaklaşımına göre, yöneticilerin firmada ortaya çıkan riskler ve firma değeri hakkında firma dışındakilerden daha çok bilgiye sahip olduğunu savunmaktadır. Firmalar fazla kâr payı öderse hisse senetleri fiyatlarında artış görülmektedir. Dolayısıyla yatırımcılara bu durum, şirketin gelecekteki kazancı konusunda güven vermektedir. Şirketin geleceği ile ilgili olumlu beklenti içerisinde giren yöneticiler, borç ihracı yerine hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Bundan dolayı

kâr payındaki artış, yöneticilerden yatırımcılara bilgi akışı konusunda yardımcı olmaktadır (D'Amato, 2020).

## **4.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler İle İlgili Yapılmış Çalışmalar**

Firmaların sermaye yapıları, makroekonomik göstergeler ve firmaya özgü değişkenler gibi unsurlardan etkilenmektedir. Dolayısıyla gelişmiş ekonomisi olan firmalar finansman kararlarında genellikle borç kullanmaya eğilimli olurken gelişmekte olan ülkelerdeki firmalarda tam tersi kararlar alınmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine çalışmalar aşağıda incelenmektedir.

Sermaye yapısı kurumsal finansmanda çözülmemiş bir bulmaca niteliği taşıdığından önemini kaybetmeyen bir konudur (Myers, 2001). Sermaye yapısını etkileyen faktörler: makro seviyede, firma seviyesinde ve endüstri seviyesinde olmak üzere üç alt başlık olarak incelenmektedir.

### **4.2.1. Makroekonomik Faktörler**

#### ***Ekonomik Büyüme***

Ekonomik büyüme durumu statik değil dinamik olarak ilerlemektedir. Buradaki en önemli husus dönemin ne kadar bir süreyi kapsayacağıdır. İktisatçıların kimisi birkaç yıllık gelişmeleri ele alırken kimisi on, yirmi yılı dikkate almaktadır (Köksal ve Orman, 2015).

Gajurel yaptığı çalışmalarda GSYİH büyümenin kısa vadeli borç ve toplam borç için hesaplanan toplam kaldıraç oranı üstünde negatif etkiye sahip olduğunu savunmaktadır. Fakat uzun vadeli borç için hesaplanan toplam kaldıraç üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu savunmaktadır. Sebebi ise yüksek ekonomik büyüme kaynaklı olduğunu ifade etmektedir (Gajurel, 2006).

Booth vd. (2001) ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerine yaptığı araştırmalarda toplam kaldıraç oranlarının durgunluk zamanlarında arttığını genişleme zamanlarında ise azaldığını savunmaktadır.

Wanzenried (2003), çalışmasında toplam kaldıraç ile GSYİH oranı arasında anlamlı bir ilişki bulamamaktadır. Öte yandan Türkiye'de yapılan çalışmada toplam

kaldıraç oranları ve reel gayrisafi yurtiçi hasıla arasında Güloğlu ve Bekçioğlu (2001) anlamlı ilişki bulunamazken, Dinçergök (2010) toplam borçlar ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki bulmaktadır.

### ***Dış Ticaret***

Dış ticaret küresel anlamda ülkelerin kalkınma süreçlerinde oldukça önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. Aynı zamanda piyasanın genişlemesinde katkı sağlamaktadır. Piyasanın genişlemesi, ülkelere birçok avantaj sağlamaktadır (Bayraktutan, 2003).

Foley ve Manova (2015), dış ticaretin kurumsal finansmanı üzerindeki etkisini incelemektedir. Yakın zamanda ise Tekin (2021d) 82 ülkeyi ele alarak 2002-2016 yılları arası küresel finansal kriz kapsamında dış ticaretin kurumsal finans kararları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada özellikle sermaye yapısı üzerindeki etkisi de incelenmiş ve dış ticaret hacmi büyük olan ülkelerde firmaların borçlanmalarının daha fazla olduğu görülmüştür.

### ***Enflasyon Oranı***

Enflasyon sabit gelirli insanların satın alma gücünü zayıflatan ve finansal piyasanın işleyişine zarar veren bir makroekonomik gösterge olduğu görülmektedir. Böylelikle ekonomik sisteme oldukça zarar veren bir yapıya sahip olabilmektedir (Yıldırım vd., 2014).

Fisher (1993) enflasyon üzerine yaptığı çalışmasında enflasyon, bütçe açığı, ticari hadler ve enflasyon standart sapması gibi makroekonomik göstergelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Fisher, yüksek enflasyon ve bütçe açığı sonucu ülkelerin makroekonomik bir politika sürdürememesine neden olduğunu açıklamaktadır. Ayrıca çalışmasında enflasyon ve bütçe açığı ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki olduğunu açıklamaktadır. Analizinde yatay-kesit ve panel veri analizi kullanmaktadır. Analize göre enflasyon oranında %10'luk bir artış, ekonomik büyümeyi %4'e düşürmektedir.

Barro (1995), 1960-1990 yılları arasını kapsayan ve 100 ülkeyi ele alan çalışmasında ekonomik büyüme ve enflasyon ilişkisini çalışmaktadır. Çalışmasında on yıllık ortalamalar ele alınarak panel veri analizi kullanılmaktadır. Analiz sonuçlarına göre yıllık enflasyon oranı %20'nin üzerinde olan ülkelerin enflasyon değişken katsayısı

negatif olarak sonuçlanmaktadır. Ayrıca istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Yıllık enflasyon oranı %10 ve altında kalan ülkelerde ise enflasyon değişken katsayısının negatif olduğu görülmektedir. Fakat istatistiksel açıdan bakıldığında anlamsız olduğu açıklanmaktadır.

Özdemir (2019), çalışmasında BİST 100 endeksinde bulunan imalat sanayi verilerini kullanmaktadır. Analizler sonucunda sermaye yapısı ve enflasyon arasında bir ilişkinin olmadığını ortaya çıkarmaktadır.

### ***Faiz Oranı***

Faiz oranı, ekonomiyi etkilediği kadar sermaye yapısı kararlarını da etkileyen faktördür. Faiz oranlarındaki artış ile kredi talebi ve kredi arzı ters oranda ilerlemektedir. Çünkü faiz oranı artışından kaynaklı borçlanma maliyeti artacağından kaynaklı firmaların borç oranları azalabilmektedir (Hofmann, 2001).

Myers (1984) göre, faiz oranlarının endekslenmesi birçok firma için endişe verici bir durumdur. Firmalar, kısa ya da değişken vadeli borçlara sahip olduğundan dolayı artan faiz net nakit akımlarının azalmasına sebebiyet vermektedir.

Antoniou vd. (2008) analiz ettikleri ülkelerde toplam kaldıraç ve kredi faiz oranı arasında ters ilişki olduğunu açıklamaktadırlar. Çalışmada firmaların kredi faiz oranlarının yüksek olduğu zamanlarda borç dışı enstrümanlar kullanarak finansman ihtiyaçlarını karşılamayı tercih ettiklerini belirtmektedirler.

Dincergok ve Yalciner (2011), sermaye yapısı ile faiz oranı arasında ters yönde ilişki olduğunu belirtirken, Bokpin (2009), faiz oranının kurumsal sermaye yapısını anlamlı ve pozitif yönde etkilediğini belirtmektedir.

## **4.2.2. Firma Seviyesindeki Faktörler**

### ***Firma Büyüklüğü***

Firma büyüklüğü toplam varlıkların veya firma değerinin logaritması alınarak hesaplanmaktadır (Harford vd., 2014). Firma büyüklüğü ve toplam kaldıraç oranları arasında ters oran vardır. Firma büyüklüğü borç ve öz sermaye ihraçlarını etkilemektedir. Büyük firmalar yeni öz sermaye ihracı için küçük firmalara göre daha az ödeme yaparlar. Bundan dolayı küçük firmalar işlem maliyeti sebebiyle kısa vadeli borçları tercih etmektedir (Myers, 2001).

Bir firmanın aktif büyüklüğü ne kadar fazla ise o kadar yabancı kaynak kullanımda kolaylık oluşmaktadır. Ayrıca yabancı kaynak kullanma maliyetlerini düşürmektedirler. Firmalara kaynak sağlayan kuruluşlar, geri ödeme olanaklarını gözlemlemek üzere firma büyüklüğünü göz önüne almaktadırlar. Firma büyüklüğü, aktif büyüklüğü ile doğru orantılı olduğu için yabancı kaynak sağlamada küçük işletmelerden daha avantajlı durumdadır (Brunnermeier, 2009).

Titman ve Wessels (1988), çalışmasında firma büyüklüğü ve borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Warner (1977), büyük firmaların küçük firmalara göre daha düşük işlem maliyeti ile dışsal kaynakları kullanmakta olduğunu açıklamaktadır. Çalışmada borçlanmanın küçük firmalar için daha zor olduğu ve dışsal kaynak kullanımından uzak durduklarını belirtmektedir (Proença vd., 2014).

Gönenç ve Aslan (2003), çalışmalarında firma büyüklüğü ve kısa vadeli borçlanmayı ele alarak hesapladıkları kaldıraç değişkeni arasında negatif, fakat 2000-2001 yılları arası diğer kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki saptamaktadırlar. Güney vd. (2003), kullandıkları tüm kaldıraç oranları ve firma büyüklüğü arasında negatif ilişki olduğunu açıklamaktadırlar (Mandaci, 2009).

### ***Piyasa-defter-oranı***

Firmaların büyüme fırsatları yakalamasında piyasa/defter oranı önemli bir rol oynamaktadır. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını yakalamak için firmanın mevcutta görülen defter değeri ile piyasadaki değeri oranlaması ile ortaya çıkan bir durumdur. Firmanın net varlığını ortaya çıkarmak için toplam varlığından maddi olmayan duran varlığı düşürülmesi gerekmektedir. Ortaya çıkan sonuç firmanın defter değerini göstermektedir. Firmanın borsadaki değeri ise piyasa değerini ifade etmektedir (Kayhan ve Titman, 2007).

Dudley ve James (2014), Keefe ve Yaghoubi (2016) ve Harris ve Roark (2019), piyasa değeri/defter değeri ve toplam kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki tespit etmektedirler. Bates vd. (2009) ve Denis ve McKeon (2018) ise çalışmalarında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu açıklamaktadırlar.

### ***Karlılık***

İlk olarak Titman ve Wessels (1988) ve Rajan ve Zingales (1995)'in ortaya çıkardığı çalışmalar başta olmak üzere birçok çalışmada karlılık ve toplam kaldıraç

arasında negatif bir oran bulunmaktadır. Bu negatif oran pek çok araştırmacı açısından tartışma konusu olmaktadır. Konu hedef borçlanma oranındaki volatiliteyi tutturup tutturamayacağı ve maksimum sermaye yapısından sapmanın belirleyici bir unsuru olup olmadığıdır. Firmaların yüksek vergilere maruz kalması sermaye yapısı ve karlılığın arasında ilişki olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bu durum firmaların yüksek borçlara girmesine yol açmaktadır.

Teoriler üzerinden bakıldığında finansman hiyerarşisi teorisi, firmaların içsel finansmanı tercih ettiklerini savunmaktadır. Teori, firmalar içsel finansmanda i kaynakların yetmediği takdirde borçlarını zkaynak finansmanından tercih etmeleri gerektiğini savunmuştur. Bu sebeple karlı şirketlerin dış finansmana ihtiyacı azalmaktadır. Dolayısıyla şirket kaldıraı karlılık ile negatif oranda ilerlemektedir (Leary ve Roberts, 2005).

Statik dengeleme teorisine göre firmaların riskini en aza indirmek için az borca sahip olmaları gerektiğini savunmaktadır. Karı yüksek firmalar, az risk ile fazla borca sahip olmaktadır. Bundan dolayı yüksek karlı firmalardaki iflas maliyeti ve borcun sermaye maliyeti az olacaktır. Teoriye göre borç finansmanını tercih etmesi vergi kalkanından kaynaklıdır. Ayrıca teori, karlılık ve sermaye yapısının da arasındaki ilişkinin pozitif yönde ilerlediğini savunmaktadır (Shyam-Sunder ve Myers, 1999).

Booth vd. (2001) ve De Jong vd. (2008), çalışmalarında gelişmekte olan ülke ekonomilerini ele alarak yüksek karlılığın borç kullanımını azalttığını açıklamaktadırlar. Öte yandan Marquieira vd. (2007) ve Cespedes vd. (2010), Latin Amerika ülkelerini ele aldıklarında benzer sonuçlara ulaşmaktadırlar. Amerika da yapılan çalışmaların birçoğunda elde edilen sonuçlarda karlılığın kaldıraç oranını düşüren bir etkiye sahip olduğu görülmektedir (Martin ve Saona, 2017).

### ***Maddilik***

Maddilik, firmanın varlık yapısı olarak da adlandırılmaktadır. Firmalar için finansal sıkıntıların düşük olmasının sebebi maddi varlıklarının fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı firmalar büyüdükçe daha çok maddi varlıklar biriktirmektedirler. Maddilik net maddi varlıkların toplamının defter değerine oranı ile hesaplanmaktadır. Toplam kaldıraç ve maddilik arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmektedir (Tekin, 2021b).

Harris ve Raviv (1991) ve Frank ve Goyal (2008) yaptıkları çalışmalarda firmaların ne kadar maddi varlıklara sahip olurlarsa maddi teminatının da o kadar yüksek olduğunu belirtmektedirler. Firmaların maddi varlıkları borçlarını desteklese borçlanma maliyetini düşüreceğinden bahsetmektedirler. Böylelikle maddilik ile finansal toplam kaldıraç arasında pozitif yönde ilişki olabileceğini açıklamaktadırlar.

### **4.2.3. Endüstri Seviyesindeki Faktörler**

#### ***Defter Kaldırıcının Medyanı***

Kaldıraç bir firmanın ihtiyaç duyduğu sermayeyi bulmak amacıyla borçlanma senedi ihraç edilmesi anlamına gelmektedir. Firmalar borç ihraç ederken anaparanın vadesinde geri ödemesinin yapılacağını taahhüt etmektedir (Lawson ve Osaremwinda, 2019).

Endüstri medyan kaldırıcını yapılan çalışmalar sermaye yapılarındaki farklılıkları ortaya çıkarmaktadır. Dengeleme teorisi, şirketlerin fazla miktarda borçlanmasını endüstri medyan oranının yüksekliğine göre ayarlandığını savunmaktadır. Hiyerarşi teorisi ise şirketlerin finansman açıklığındaki farklılıkları ortaya çıkardığından bahsetmektedir (Özkan, 2002).

Frank ve Goyal (2009), endüstri medyanı ile toplam kaldıraç arasında anlamlı ve pozitif yönde ilişki olmasının nedenini ihmal edilen bazı faktörlerin endüstri kaldırıcı açısından yaygın olarak yansıtılmasından kaynaklı olduğunu açıklamaktadır. Öztekin (2015) ise endüstri medyanı ve net defter kaldırıcı arasında negatif ilişki olduğunu açıklamaktadır.

Cassar ve Holmes (2003), Rajan ve Zingales (1995) çalışmalarından çıkardıkları sonuç borç ve firma değeri arasında negatif bir ilişki olduğundan bahsetmektedirler. Tam tersi durum olarak Petersen ve Rajan (1994), firmaların kaldıraçları ve performansları arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmaktadırlar.

### **4.3. Araştırmanın Amacı ve Araştırma Soruları**

Çalışmanın amacı ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon oranı, faiz oranı gibi makroekonomik göstergelerin gelişmekte olan MINT ülkelerindeki firmaların sermaye yapısını ne ölçüde etkilediğini ortaya çıkarmaktır.



Önceki çalışmalarda farklı makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Örneğin, Gajurel (2006), ekonomik büyüme ve enflasyonun sermaye yapısı ile aralarında olumlu bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Dincergok ve Yalciner (2011), sermaye yapısı ile faiz oranı arasında negatif ilişki olduğundan bahsetmektedir. Foley ve Manova (2015) ise dış ticaret ve sermaye yapısı arasında olumlu ilişkinin olduğunu açıklamaktadır. Ancak, ekonomik büyümenin de ikinci lokomotif olarak kabul edilebilecek MINT ülkeleri için makroekonomik faktörler-sermaye yapısı ilişkisi incelenmemiştir.

Bu kapsamda çalışmanın ana sorusu şudur:

- Gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik göstergeler sermaye yapısını nasıl etkiler?

Her bir makroekonomik göstergenin etkisini anlamak için şu sorular tek tek sorulmaktadır:

- Ekonomik büyüme MINT ülkelerindeki sermaye yapısını nasıl etkiler?
- Dış ticaret MINT ülkelerindeki sermaye yapısını nasıl etkiler?
- Enflasyon oranı MINT ülkelerindeki sermaye yapısını nasıl etkiler?
- Faiz oranı MINT ülkelerindeki sermaye yapısını nasıl etkiler?

## 5. YÖNTEM

Bu çalışmada tündengelim ve niceliksel yöntemler yardımıyla ikincil veri analizi panel veri metotlarıyla yapılmaktadır.

Panel veri, boyuna veriler ve enine kesitsel zaman serisi verileri olarak açıklanmaktadır. Farklı zamanlarda tekrarlanan ölçümler içeren panel veri zengin bir içerik sunmaktadır. Panel veri sabit etki, tesadüfi etki veya her ikisi ile analiz edilirken grup, zaman ya da her ikisini de kontrol etmektedir (Hsiao, 2014).

Panel veri dengeli yapıda olabileceği gibi dengesiz yapıda da olabilmektedir. Dengeli panel veri analizi daha fazla tercih edilen bir analiz türü olsa dahi elde edilmesi güç olduğundan dengesiz panel veri setleri ile daha yoğun çalışılmaktadır. Analizlerde dönemi az ve çok sayıda birimi olan kısa panel kullanılabileceği gibi dönemi çok ve birimi az olan uzun panel de kullanılabilmektedir ya da her ikisinin de kullanıldığı görülmektedir (Cameron ve Trivedi, 2010).

Baltagi (2005: 1035-1045) yaptığı çalışmasında panel verinin avantajları olarak şunlardan bahsetmektedir:

- Panel veri kişiler, firmalar ve ülkelerin heterojen olduğunu gösteren bir analiz türü olarak açıklanabilmektedir. Bu heterojen yapıyı panel veri analiziyle kontrol etmek mümkün olduğu belirtilmektedir. Bu sayede analiz sonrası çıkan sonuçlar oldukça objektif olabilecektir.
- Analizde verilerin anlaşılması kolay ve daha bilgilendirici olduğu görülmektedir. Değişkenler ve değişken sayılarının fazlalığı arasında az olan eş doğrusallıklar, fazla serbestlik derecesi göstererek analizden alınan verimin daha sağlıklı olmasına olanak sağlamaktadır.
- Yatay kesit veya zaman serisi ölçülemeyen verileri daha iyi ölçebilir ve tanımlayabilmektedir.
- Panel veri analizi özellikle ülkelerin işsizlik yoksulluk ve ekonomik durumunu incelemek için daha uygun bir analiz türü olarak gösterilmektedir.

Diğer taraftan panel veri analizinin dezavantajları (Baltagi, 2005: 1035-1045) ise şu şekilde belirtilebilir:

- Verilerin toplanması ve yönetimi sorun teşkil edebilmektedir.

- Analizdeki ölçümlerde hatalar meydana gelebilmektedir.
- Zaman serisinin boyutunun kısa olması bir dezavantaj olarak görülmektedir.
- Yatay kesit bağımlılığı sorunu oluşmaktadır. Özellikle uzun zaman serileri olan ülkelerde makro paneller doğru çıkarım göstermemektedir.

Panel veri yöntemleri üç tanedir: en küçük kareler, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler (Baltagi, 2005: 1035-1045).

### 5.1. En Küçük Kareler Yöntemi

Bu yöntemde birimsel etki  $uit$  (kesitsel veya zamana özgü etki) mevcut değilse ( $uit = 0$ ), sıradan en küçük kareler yöntemi verimli ve tutarlı parametre tahminleri üretir (Cameron ve Trivedi, 2010).

### 5.2. Sabit Etkiler Yöntemi

Bu yöntemde her bir birim (grup) için bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu model birimler arasındaki aynı eğimleri ve sabit varyansı varsayarak kesişimlerdeki birimsel farklılıkları incelemektedir (Park, 2011: 9).

### 5.3. Tesadüfi Etkiler Yöntemi

Tesadüfi etkiler yönteminde birimsel etkinin (heterojenlik) herhangi bir regresörle ilişkili olmadığı varsayılır ve ardından birimlere (veya zamanlara) özgü hata varyansı tahmin edilmektedir. Bu yüzden  $uit$  bireysel özel bir rastgele heterojenlik veya bileşik hata teriminin bir bileşenidir (Wooldridge, 2015).

Sermaye yapısı literatürün de en çok kullanılan panel veri yöntemi sabit etkilerdir (Tekin ve Polat, 2021c). Bunun yanı sıra zamanla değişmeyen açıklayıcı değişkenlerin yer aldığı analizlerde ise tesadüfi etkiler yöntemi kullanılmaktadır (Tekin, 2021d).

### 5.4. Ampirik Model

Bu çalışmada herhangi bir zamanla değişmeyen açıklayıcı değişken yer almadığı için sabit etkiler yöntemi literatür takip edilerek kullanılmaktadır (Polat, 2021; Tekin, 2021b, d; Tekin ve Polat, 2021c). Uygulanan temel ampirik model şu şekildedir:

$$\text{Toplam Defter Kaldıracı}_{ijt} = \beta_0 + \sum \text{Makro}_{jt} + \sum \text{Firma}_{i,t} + \sum \text{Endüstri}_{i,t} + \alpha_i F_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1),$$

burada  $i$  şirketi,  $j$  ülkesi ve  $t$  zamanı için: Toplam Defter Kaldırıcı $_{ijt}$  toplam defter kaldırıcını,  $\Sigma$ Makro $_{jt}$  makroekonomik göstergeleri,  $\Sigma$ Firma $_{i,t}$  firma seviyesindeki faktörleri,  $\Sigma$ Endüstri $_{i,t}$  endüstri seviyesindeki faktörleri,  $F_i$  firma etkisini ve  $\varepsilon_{ijt}$  hata terimini göstermektedir.

Araştırma sorusunu analiz etmek için kullanılacak tam (açık) ampirik model ise şu şekildedir:

$$\text{Toplam Defter Kaldırıcı}_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ekonomik büyüme}_{jt} + \beta_2 \text{Dış ticaret}_{jt} + \beta_3 \text{Enflasyon oranı}_{jt} + \beta_4 \text{Faiz oranı}_{jt} + \beta_5 \text{Firma büyüklüğü}_{i,t} + \beta_6 \text{Piyasa-defter oranı}_{i,t} + \beta_7 \text{Karlılık}_{i,t} + \beta_8 \text{Maddilik}_{i,t} + \beta_9 \text{Defter kaldırıcı medyanı}_{i,t} + \alpha_i F_i + \varepsilon_{ijt} \quad (2),$$

burada  $i$  şirketi,  $j$  ülkesi ve  $t$  zamanı için: Ekonomik büyüme $_{jt}$  ekonomik büyümeyi, Dış ticaret $_{jt}$  dış ticareti, Enflasyon oranı $_{jt}$  enflasyon oranını, Faiz oranı $_{jt}$  faiz oranını, Firma büyüklüğü $_{i,t}$  firma büyüklüğünü, Piyasa-defter oranı $_{i,t}$  piyasa-defter oranını, Karlılık $_{i,t}$  karlılığı, Maddilik $_{i,t}$  maddiliği, Defter kaldırıcı medyanı $_{i,t}$  defter kaldırıcı medyanını ifade etmektedir.

## 6. ÖRNEKLEM

Firma verileri Datastream veritabanından (Wojewodzki vd., 2018), makro veriler ise Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) indirilmiştir. Veri setinin MINT ülkeleri bazında ülke, endüstri ve yıllara göre dağılımı Tablo 1'de verilmektedir. Gözlem sayıları Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye için sırasıyla şu şekildedir: 1.438, 4.833, 564 ve 3.723. Örneklemin gözlem sayısı 10.558'dir.

Analizde dengesiz panel veri seti olarak MINT ülkelerinin makroekonomik, firmaya- ve endüstriye-özgü göstergeleri 2002-2017 yılları arası Datastream'den yıllık olarak indirilmiştir. Nijerya'nın firma verisine 2002 yılından itibaren ulaşılabildiği için veri seti 2002 yılından itibaren başlamıştır (Tekin, 2021b).

**Tablo 1:** Örneklemin ülke, endüstri ve yıllara göre dağılımı

Ülke	Gözlem sayısı	Endüstri	Gözlem sayısı	Yıl	Gözlem sayısı
Meksika	1.438	Hammaddeler	1.852	2002	420
Endonezya	4.833	Petrol ve gaz	183	2003	439
Nijerya	564	Sağlık hizmetleri	313	2004	488
Türkiye	3.723	Sanayi ürünleri	2.734	2005	554
<b>MINT</b>	<b>10.558</b>	Teknoloji	372	2006	575
		Telekomünikasyon	128	2007	615
		Tüketici hizmetleri	1.863	2008	646
		Tüketim malları	3.113	2009	683
		<b>MINT</b>	<b>10.558</b>	2010	717
				2011	748
				2012	772
				2013	788
				2014	815
				2015	809
				2016	802
				2017	687
				<b>MINT</b>	<b>10.558</b>

*Kaynak:* Datastream

Veri seti sekiz endüstriyi kapsamaktadır: Hammaddeler, Petrol ve Doğalgaz, Sağlık hizmetleri, Sanayi ürünleri, Teknoloji, Telekomünikasyon, Tüketici hizmetleri, Tüketim malları. Bankalar, sigorta şirketleri ve finansal şirketlerin muhasebe yapılarının finansal olmayan şirketlerinkinden farklı olması sebebiyle bu çalışma sadece finansal olmayan firmaları ele almaktadır (Polat, 2020).

## 6.1. Bağımlı Değişken

Literatürde yoğun olarak kullanılan sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişken toplam defter kaldıraçtır (Köksal ve Orman, 2015). Toplam borcun toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilmektedir (Jermias ve Yigit, 2019).

Daha güçlü sonuçlar bulabilmek için ayrıca net kaldıraç oranı da bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır (Tekin, 2019).

## 6.2. Açıklayıcı Değişkenler

Açıklayıcı değişkenler makro-, firma- ve endüstri-seviyesindeki faktörlerden oluşmaktadır. Makroekonomik değişkenler: Ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon oranı ve faiz oranıdır. Ekonomik büyüme GSYİH büyümesindeki yıllık değişim olarak hesaplanmaktadır. Dış ticaret, ithalat ve ihracat toplamının GSYİH'ye bölünmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Enflasyon oranı, tüketici fiyat endeksinin yıllık değişimi sonucu elde edilen bulgulardan oluşmaktadır. Son olarak faiz oranı ise faiz oranlarındaki yıllık değişim sonucunda ortaya çıkmaktadır. Firma ve endüstri seviyesindeki değişkenler. Firma büyüklüğü toplam varlıkların logaritması hesaplanarak ortaya çıkmaktadır. Piyasa-defter oranı, piyasa değeri ile toplam özkaynakların (toplam varlıklar hariç) toplanması ve ortaya çıkan sonucun toplam varlıklara oranlanması ile elde edilmektedir. Karlılık, faiz ve vergi öncesi gelirlerin toplam varlıklara oranlanması ile ortaya çıkan sonuçtur. Maddilik, net maddi varlıkların toplam varlıklara oranlanması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Defter kaldıraç medyanı, sektöre ve yıla göre toplam borcun toplam varlıkların medyanına göre oranlanması ile elde edilmektedir. Tablo 2'de değişken tanım ve kaynakları verilmektedir.

**Tablo 2:** Değişken tanımları

Toplam defter kaldıraç	Toplam borç / toplam varlıklar
Net defter kaldıraç	Toplam borç / (toplam varlıklar – nakit)
Firma büyüklüğü	Logaritma (toplam varlıklar)
Piyasa-defter-oranı	(Toplam varlıklar – toplam öz kaynaklar + piyasa değeri) / toplam varlıklar
Kârlılık	Faiz ve vergi öncesi gelirler / toplam varlıklar
Maddilik	Net maddi varlıklar / toplam varlıklar
Defter kaldıraç medyanı	Sektöre ve yıla göre toplam borç / toplam varlıkların medyanı
Ekonomik büyüme	Gayri safi yurtiçi hasıla büyümesindeki yıllık değişim
Dış ticaret	(İhracat + İthalat) / Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
Enflasyon oranı	Tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim
Faiz oranı	Faiz oranındaki yıllık değişim

*Kaynak:* Datastream, Dünya Bankası, IMF (Uluslararası Para Fonu)

## 6.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı istatistikler MINT ülkeleri ortalaması, Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye için Tablo 3’te sunulmaktadır. Örneklemde MINT ülkeleri arasında toplam defter kaldırmaç ortalaması için %28,1 oranla en yüksek ülke Endonezya olarak gözlemlenirken en düşük ülke ise %20,8 oranla Nijerya’dır. MINT ülkeleri ortalaması ise %25,5 ile Türkiye ortalamasına eşittir. Net defter kaldırmaç ortalamalarına

**Tablo 3:** Tanımlayıcı istatistikler

	Toplam defter kaldırmaç	Net defter kaldırmaç	Firma büyüklüğü	Piyasa/Defter oranı	Kârlılık	Maddilik	Defter kaldırmaç	Ekonomik büyüme	Dış ticaret	Enflasyon oranı	Faiz oranı
<i>Panel A. MINT</i>											
Ortalama	0,225	0,293	16,992	0,961	0,095	0,174	0,221	5,094	50,670	7,842	6,674
Standart sapma	0,209	0,248	4,185	1,069	0,131	0,269	0,054	2,783	8,443	5,399	7,017
Minimum	0,000	0,000	6,944	0,061	-0,715	0,000	0,020	-5,286	20,723	2,721	-5,628
Ortanca	0,184	0,257	17,281	0,708	0,090	0,000	0,228	5,070	50,180	6,413	6,375
Maksimum	1,000	1,000	26,393	18,608	0,808	1,000	0,607	15,329	77,116	44,964	44,000
<i>Panel B. Meksika</i>											
Ortalama	0,258	0,283	16,415	0,574	0,105	0,000	0,226	2,223	61,420	4,182	1,147
Standart sapma	0,188	0,207	1,620	0,395	0,105	0,000	0,063	2,326	8,343	0,871	1,461
Minimum	0,000	0,000	11,908	0,061	-0,530	0,000	0,020	-5,286	46,698	2,721	-0,881
Ortanca	0,243	0,266	16,489	0,545	0,103	0,000	0,221	2,631	60,760	4,019	0,704
Maksimum	1,000	1,000	21,060	9,107	0,681	0,000	0,607	5,118	77,116	6,041	3,609
<i>Panel C. Endonezya</i>											
Ortalama	0,281	0,338	20,831	0,610	0,113	0,000	0,216	5,425	49,685	6,562	5,150
Standart sapma	0,241	0,273	1,794	0,738	0,137	0,000	0,053	0,586	7,301	2,662	4,164
Minimum	0,000	0,000	13,225	0,061	-0,715	0,000	0,020	4,499	37,421	3,526	-3,852
Ortanca	0,248	0,307	20,906	0,539	0,107	0,000	0,225	5,501	48,637	6,363	6,375
Maksimum	1,000	1,000	26,393	18,608	0,808	0,001	0,429	6,345	63,988	13,109	12,322
<i>Panel D. Nijerya</i>											
Ortalama	0,208	0,231	16,124	1,980	0,097	0,397	0,229	5,113	34,863	11,467	6,752
Standart sapma	0,207	0,220	1,809	1,922	0,148	0,227	0,048	2,926	9,331	3,507	6,108
Minimum	0,000	0,000	11,076	0,071	-0,563	0,000	0,020	-1,617	20,723	5,388	-5,628
Ortanca	0,158	0,184	16,024	1,275	0,095	0,400	0,233	6,310	33,059	11,581	6,685
Maksimum	1,000	1,000	21,193	14,741	0,700	0,976	0,460	15,329	53,278	17,863	18,180
<i>Panel E. Türkiye</i>											
Ortalama	0,225	0,244	12,363	1,412	0,067	0,432	0,224	5,771	50,190	10,367	10,775
Standart sapma	0,209	0,220	1,786	1,157	0,125	0,268	0,051	3,787	2,989	7,460	8,890
Minimum	0,000	0,000	6,944	0,072	-0,715	0,000	0,020	-4,823	46,142	6,251	1,630
Ortanca	0,184	0,204	12,251	1,116	0,061	0,435	0,231	6,084	50,548	8,598	7,250
Maksimum	1,000	1,000	18,516	15,015	0,783	1,000	0,607	11,200	55,762	44,964	44,000

Not: Değişken tanımları Tablo 2’de sunulmuştur.

Kaynak: Datastream, Dünya Bankası, IMF (Uluslararası Para Fonu)

bakıldığında ise değerlerin niceliksel olarak arttığı, niteliksel olarak ise toplam defter kaldıracı ile benzer olduğu görülmektedir.

Toplam defter kaldıracına göre ortalamalar gözlemlendiğinde %20,80 ile en düşük Nijerya iken %28,10 ile en yüksek Endonezya olduğu görülmektedir. Net defter kaldıracının ortalamasında ise %23,10 ile Nijerya en düşük oranda iken %33,80 ile Endonezya en yüksek orana sahip olduğu gözlemlenmektedir. Firma büyüklüğü ortalamasına bakıldığında %2083,1 ile en yüksek ülke Endonezya olarak gözlemlenmektedir. Türkiye ise en düşük oran ile %1236,3'tür. Piyasa/Defter oranı ortalamasında Nijerya en yüksek ortalama ile %198 iken en düşük ortalama sahip Meksika %57,4'tür. Karlılık oranı ortalamasına bakıldığında en düşük ortalama %6,7 ile Türkiye'dir. En yüksek ortalama ise %11,3 ile Endonezya'dır. Tabloda maddilik ortalaması gözlemlendiğinde %0 ile en düşük ortalama sahip Meksika ve Endonezya gözlemlenmektedir. %43,2 ile en yüksek orana sahip ülke ise Türkiye'dir. Defter kaldıraç medyanı ortalaması %21,6 ile Endonezya en düşük orana sahiptir. Nijerya ise %22,6 ile en yüksek orana sahiptir. Ekonomik büyümeye bakıldığında en yüksek oran %577,1 ile Türkiye'dir. En düşük oran %222,3 ile Meksika'dır. Örnekleme dış ticaret ortalamasına göre %3486,3 ile en düşük orana sahip ülke Nijerya'dır. En yüksek oranda ise %6142,2 ile Meksika gözlemlenmektedir. Enflasyon ortalamasında %418,2 oran ile en düşük ülke Meksika'dır. %1146,7 ile en yüksek ortalama sahip ülke ise Nijerya'dır. Son olarak faiz oranı ortalamasına bakıldığında %114,7 ile Meksika en düşük ortalama sahip ülkedir. Türkiye ise %1077,5 ile en yüksek orana sahip ülke konumundadır.

## **6.2. Korelasyon Matris**

Özellikle açıklayıcı değişkenler arasında çoklu korelasyon probleminin olup olmadığını Varyans enflasyon değerleri (VIF) göstermektedir. Tablo 4'te gösterildiği üzere bütün VIF değerleri 5'ten küçük olduğu için veride herhangi bir çoklu korelasyon problemi yoktur.



**Tablo 4: Korelasyon matrisi**

	Toplam defter kaldıraç	Firma büyüklüğü	Piyasa/Defter oranı	Kârlılık	Maddilik	Defter kaldıraç medyanı	Ekonomik büyüme	Dış ticaret	Enflasyon oranı	VIF değeri
<i>Panel A. MINT</i>										
Firma büyüklüğü	0,148									2,28
Piyasa/Defter oranı	0,147	-0,333								1,18
Kârlılık	-0,178	0,212	-0,046							1,08
Maddilik	-0,278	-0,665	0,303	-0,063						2,04
Defter kaldıraç medyanı	0,163	-0,004	0,059	-0,048	0,034					1,02
Ekonomik büyüme	-0,020	-0,027	0,109	0,017	0,129	-0,076				1,06
Dış ticaret	0,076	-0,054	-0,129	0,012	-0,179	-0,031	-0,060			1,32
Enflasyon oranı	-0,023	-0,314	0,153	0,017	0,286	0,053	0,135	-0,079		1,96
Faiz oranı	-0,059	-0,315	0,121	-0,004	0,313	0,064	0,085	-0,330	0,669	2,21
<i>Panel B. Meksika</i>										
Firma büyüklüğü	0,125									1,38
Piyasa/Defter oranı	0,539	-0,021								1,09
Kârlılık	-0,171	0,270	-0,259							1,26
Maddilik	-0,227	-0,343	-0,008	0,130						1,27
Defter kaldıraç medyanı	0,319	0,130	0,111	-0,060	-0,199					1,13
Ekonomik büyüme	0,008	0,024	-0,002	0,043	0,048	-0,037				1,76
Dış ticaret	0,165	0,215	0,082	-0,034	0,013	0,239	0,257			1,67
Enflasyon oranı	-0,043	-0,049	0,009	0,023	-0,023	-0,050	-0,476	-0,272		1,34
Faiz oranı	-0,096	-0,117	-0,042	0,008	-0,020	-0,096	-0,576	-0,572	0,373	2,11
<i>Panel C. Endonezya</i>										
Firma büyüklüğü	0,120									1,15
Piyasa/Defter oranı	0,504	-0,115								1,04
Kârlılık	-0,168	0,177	-0,151							1,12
Maddilik	-0,101	-0,107	0,004	0,196						1,08
Defter kaldıraç medyanı	0,137	0,163	0,040	-0,050	-0,134					1,12
Ekonomik büyüme	-0,039	-0,029	-0,010	0,063	0,025	-0,159				2,22
Dış ticaret	0,075	-0,240	0,013	0,022	0,005	-0,208	0,285			2,98
Enflasyon oranı	0,079	-0,176	0,015	-0,013	-0,008	-0,048	0,024	0,753		2,83
Faiz oranı	0,013	0,090	-0,003	-0,033	-0,005	0,148	-0,677	-0,424	-0,328	2,25
<i>Panel D. Nijerya</i>										
Firma büyüklüğü	0,012									1,21
Piyasa/Defter oranı	0,002	0,031								1,23
Kârlılık	-0,304	0,215	0,286							1,31
Maddilik	-0,517	0,124	-0,201	0,271						1,27
Defter kaldıraç medyanı	0,203	0,259	0,099	-0,035	-0,142					1,20
Ekonomik büyüme	-0,003	-0,165	0,124	0,070	-0,093	-0,166				1,64
Dış ticaret	-0,055	-0,067	0,070	0,060	0,003	-0,176	0,552			1,71
Enflasyon oranı	-0,019	0,008	-0,104	-0,020	-0,031	-0,092	-0,303	-0,178		1,38
Faiz oranı	0,006	0,208	-0,080	-0,033	0,143	0,225	-0,113	-0,337	-0,340	1,53
<i>Panel E. Türkiye</i>										
Firma büyüklüğü	0,102									1,12
Piyasa/Defter oranı	0,001	-0,074								1,03
Kârlılık	-0,241	0,145	0,105							1,12
Maddilik	-0,505	-0,160	0,013	0,124						1,07
Defter kaldıraç medyanı	0,167	0,095	0,021	-0,019	-0,009					1,08
Ekonomik büyüme	-0,022	0,012	0,053	0,052	-0,011	-0,075				1,11
Dış ticaret	0,076	0,127	0,034	-0,058	0,006	0,124	0,261			1,39
Enflasyon oranı	0,005	-0,098	-0,029	0,165	-0,065	0,116	0,047	-0,185		4,19
Faiz oranı	-0,048	-0,123	-0,062	0,170	-0,057	0,019	-0,010	-0,375	0,856	4,64

*Not:* Varyans enflasyon değerleri (VIF) 5'ten küçük olduğu için veride herhangi bir çoklu korelasyon problemi yoktur. Değişken tanımları Tablo 2'de sunulmuştur. *Kaynak:* Datastream, Dünya Bankası, IMF (Uluslararası Para Fonu)

## 7. AMPİRİK BULGULAR

Çalışmanın bu kısmında MINT ülkelerindeki finansal olmayan şirketlerin sermaye yapısını anlamak için 2002-2017 dönemini kapsayacak şekilde tek yönlü ve çok yönlü analizler yapılmaktadır.

### 7.1. Tek Yönlü Analiz

Örnekleme Tablo 5’te farklı makroekonomik seviyelere ve ülkelere göre ayrılarak MINT ülkelerindeki sermaye yapısı değişikliklerinin anlamlı olup olmadığı toplam ve net defter kaldırıcılarının anlamlılık testleriyle sınanmaktadır.

**Tablo 5:** Defter kaldırıcının anlamlılık testleri

	Ekonomik büyüme	Dış ticaret	Enflasyon oranı	Faiz oranı
<i>Panel A. Toplam defter kaldırıcı</i>				
Medyan üstü	0,231	0,274	0,237	0,226
Medyan altı	0,264	0,241	0,266	0,269
t-test	[-7,14***]	[7,42***]	[-6,51***]	[-9,40***]
Meksika (1)	0,255	<u>t-test (1-2)</u>	<u>t-test (1-3)</u>	<u>t-test (1-4)</u>
Endonezya (2)	0,306	[-8,16***]	[5,13***]	[5,98***]
Nijerya (3)	0,208	<u>t-test (2-3)</u>	<u>t-test (2-4)</u>	<u>t-test (3-4)</u>
Türkiye (4)	0,223	[8,76***]	[17,72***]	[-1,58]
<i>Panel B. Net defter kaldırıcı</i>				
Medyan üstü	0,254	0,301	0,259	0,248
Medyan altı	0,291	0,265	0,293	0,296
t-test	[-7,34***]	[7,62***]	[-7,17***]	[-9,97***]
Meksika (5)	0,283	<u>t-test (5-6)</u>	<u>t-test (5-7)</u>	<u>t-test (5-8)</u>
Endonezya (6)	0,338	[-8,32***]	[5,13***]	[6,66***]
Nijerya (7)	0,231	<u>t-test (6-7)</u>	<u>t-test (6-8)</u>	<u>t-test (7-8)</u>
Türkiye (8)	0,244	[8,94***]	[18,86***]	[-1,31]

*Not:* Tablo 5 toplam ve net defter kaldırıcı ortalamasının makroekonomik göstergelere ve ülkelere göre anlamlılık testini sunmaktadır. Makroekonomik göstergeler örneklemin medyanına göre medyan üstü ve altı olmak üzere ikiye ayrılmış ve kaldırıcıların ortalamasının medyan üstü ve altı farklılıklarının anlamlılığı test edilmiştir. Kaldırıcıların ortalamasının MINT ülkeleri arasında anlamlılığı test edilmiştir. \*\*\* %1’de anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Panel A’da makroekonomik göstergeler örneklemin medyanına göre medyan üstü ve altı olmak üzere ikiye ayrılmış ve toplam defter kaldırıcı ortalamasının medyan üstü ve altı farklılıklarının anlamlılığı test edilmiştir. Ekonomik büyüme, enflasyon oranı ve faiz oranına göre medyan altı ülkelerdeki firmalar daha fazla kaldırıcıya sahiptir. Yani bu üç makroekonomik göstergelerle toplam defter kaldırıcı arasında negatif bir

ilişki vardır. Diğer bir ifade ile ekonomik büyümesi, enflasyon oranı ve faiz oranı az olan ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldıracı daha yüksektir. Bunun aksine dış ticaret hacmi yüksek ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldıracı da yüksektir. Dolayısıyla dış ticaret ve toplam defter kaldıracı arasında pozitif ilişki vardır.

Panel B’de ise analiz net defter kaldıracı için tekrarlanmıştır. Niceliksel farklılıklara rağmen niteliksel olarak sonuçlar aynı kalmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları ölçüme göre değişmemektedir (Tekin, 2019).

## 7.2. Çok Yönlü Analiz

Tablo 6’da ampirik modeli en uygun tahmin eden panel veri metodunu tespit etmek için üç panel veri metodu, En küçük kareler, Sabit etkiler ve Tesadüfi etkiler kıyaslanmaktadır.

Sabit etkiler ve Tesadüfi etkiler karşılaştırıldığında, F ve LR testlerinin sıfır hipotezleri reddedilmediğinde hem Sabit etkiler hem Tesadüfi etkiler anlamlıdır. Bu durumda Hausman testi hangi panel modelinin veri setine uyduğunu gösterebilir. Hausman tanısal testinin sonucuna göre, Sabit etkiler, veri seti için uygun modeldir, çünkü 'Katsayılardaki fark sistematik değil' ve 'Aşırı tanımlama kısıtlamaları testi' gibi sıfır hipotezleri reddedilmemektedir. Ayrıca, Frank ve Goyal (2009) tarafından da uygulandığı üzere Akaiki bilgi kriteri (AIC) ve Bayesian bilgi kriterlerinin (BIC) karşılaştırılması model seçiminde yardımcı olabilmektedir.

AIC ve BIC değerleri de daha küçük değerler alması nedeniyle Sabit etkiler modeli, En küçük kareler modeline tercih edilmektedir. Sonuç olarak Sabit etkiler modelinin bu çalışmada kullanılan veri seti için en uygun panel veri metodu olduğu anlaşılmaktadır. Bu yüzden çok yönlü analizler Sabit etkiler metoduyla yapılacaktır.

**Tablo 6:** Panel veri model seçimi

	Bağımlı değişken: Toplam defter kaldıracı		
	En küçük kareler (1)	Sabit etkiler (2)	Tesadüfi etkiler (3)
<i>Makroekonomik göstergeler</i>			
Ekonomik büyüme	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)
Dış ticaret	0,003*** (0,000)	0,003*** (0,000)	0,003*** (0,000)
Enflasyon oranı	0,001** (0,001)	0,001** (0,000)	0,001** (0,000)
Faiz oranı	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)

**Tablo 6:** Panel veri model seçimi (Devam ediyor)

	Bağımlı değişken: Toplam defter kaldırıcı		
	En küçük kareler (1)	Sabit etkiler (2)	Tesadüfi etkiler (3)
<i>Firmaya özgü göstergeler</i>			
Firma büyüklüğü	0,016*** (0,003)	0,018*** (0,005)	0,017*** (0,004)
Piyasa-defter-oranı	0,050*** (0,009)	0,041*** (0,006)	0,041*** (0,006)
Kârlılık	-0,338*** (0,040)	-0,208*** (0,032)	-0,222*** (0,032)
Maddilik	-0,358*** (0,033)	-0,389*** (0,033)	-0,384*** (0,030)
<i>Endüstriye özgü göstergeler</i>			
Defter kaldırıcı medyanı	0,360*** (0,085)	0,332*** (0,090)	0,346*** (0,086)
Sabit	-0,249*** (0,066)	-0,242*** (0,080)	-0,286*** (0,069)
R <sup>2</sup>	0,226	0,679	0,238
AIC	-4.370	-13.692	
BIC	-4.224	-13.619	
F testi	41,85***	60,11***	
LR testi			788,26***
Hausman testi		217,80***	
Firma etkisi	Hayır	Evet	Hayır
Endüstri etkisi	Evet	Hayır	Evet
Ülke etkisi	Evet	Hayır	Evet
Firma sayısı	857	857	857
Gözlem sayısı	10.558	10.558	10.558

*Not:* Tablo 6 panel veri modellerinin karşılaştırmasını yaparak en uygun ampirik modeli belirlemektedir. Değişken tanımları Tablo 2’de sunulmaktadır. R<sup>2</sup> modelin açıklayıcı gücünü göstermektedir. F testi, AIC (Akaike Information Criterion) ve BIC (Bayesian Information Criterion) Model 1 ve Model 2’yi kıyaslar. Daha düşük AIC ve BIC değerleri daha güçlü modeli gösterir. LR (Lagrange Multiplier) testi de tesadüfi etkiler modelini test eder. Hausman testi ise veri setinin sabit değerler (Model 2) mi yoksa tesadüfi etkiler (Model 3) için en uygun model olup olmadığını gösterir. Burada daha düşük AIC ve BIC değerlerine sahip Model 2, Model 1’e göre tercih edilir. Hausman testi de Model 2’nin Model 3’e üstün olduğunu belirtmektedir. \*\*\* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5’te anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 7’de makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi Sabit etkiler metoduyla analiz edilmektedir. Bağımlı değişken Model 1’de toplam defter kaldırıcı iken Model 2’de net defter kaldırıcıdır.

Model 1’de tek yönlü analizleri destekleyici olarak ekonomik büyüme %1 anlamlılıkla ve -0,003 katsayısıyla toplam defter kaldırıcını negatif etkilemektedir. Yani ekonomik büyümenin az olduğu ülkelerdeki firmaların defter kaldırıcıları yüksektir (Köksal ve Orman, 2015). Aynı şekilde ekonomik büyüme net defter kaldırıcını %1 anlamlılık ve negatif şekilde etkilediği gözlemlenmektedir.

**Tablo 7:** Makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi

	Bağımlı değişken:	
	Toplam defter kaldırıcı (1)	Net defter kaldırıcı (2)
<i>Ana açıklayıcı değişkenler</i>		
Ekonomik büyüme	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)
Dış ticaret	0,003*** (0,000)	0,004*** (0,000)
Enflasyon oranı	0,001** (0,000)	0,001** (0,001)
Faiz oranı	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,001)
<i>Kontrol açıklayıcı değişkenler</i>		
Firma büyüklüğü	0,018*** (0,005)	0,021*** (0,005)
Piyasa-defter-oranı	0,041*** (0,006)	0,041*** (0,006)
Kârlılık	-0,208*** (0,032)	-0,205*** (0,033)
Maddilik	-0,389*** (0,033)	-0,407*** (0,035)
Defter kaldırıcı medyanı	0,332*** (0,090)	0,333*** (0,091)
Sabit	-0,242*** (0,080)	-0,287*** (0,087)
R <sup>2</sup>	0,679	0,671
F testi	60,11***	59,77***
Firma etkisi	Evet	Evet
Firma sayısı	857	856
Gözlem sayısı	10.558	10.451

*Not:* Tablo 7 makroekonomik göstergelerin toplam ve net defter kaldırıcı üzerindeki etkilerini göstermektedir. Değişken tanımları Tablo 2’de sunulmaktadır. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10’da anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Dış ticaret de %1 anlamlılıkla ve 0,003 katsayısıyla toplam defter kaldırıcını pozitif etkilemektedir. Dış ticaret hacmi büyük olan ülkelerdeki firmalar daha büyük defter kaldırıcına sahiptir. Yani bu firmalar daha rahat borçlanabilmektedir. Net defter kaldırıcını ise %1 anlamlılık ve 0,004 katsayısı ile pozitif etkilediği görülmektedir.

Enflasyon oranı %5 anlamlılıkla ve 0,001 katsayısı ile toplam defter kaldırıcını ve net defter kaldırıcını pozitif etkilemektedir. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerdeki firmalar daha fazla borçlanmaktadır (Köksal ve Orman, 2015; Tekin, 2019).

Faiz oranı toplam defter kaldırıcı ile net defter kaldırıcını anlamsız ve negatif etkilemektedir. Dolayısıyla faiz oranının defter kaldırıcı üzerinde belirleyici bir etkisi yoktur (Antoniou vd., 2008).

Model 2-5’te makroekonomik göstergeler tek tek incelenmektedir. Sonuçlar niceliksel ve anlamlılık açısından Model 1’deki ile aynıdır.

Kontrol açıklayıcı değişkenlere değinilecek olunursa firma büyüklüğü, toplam defter kaldıracı 0,018 ve net defter kaldıracını 0,021 pozitif kat sayısı ile %1 anlamlılıkla etkilemektedir (Ozkan, 2001). Piyasa-defter oranı ise toplam defter kaldıracı ve net defter kaldıracını 0,041 pozitif katsayısı ile %1 anlamlılıkla etkilemektedir (Köksal ve Orman, 2015). Karlılık oranı toplam defter kaldıracını 0,208 negatif katsayısı ile %1 etkilerken net defter kaldıracını 0,205 negatif katsayısı ve %1 anlamlılık ile etkilemektedir (Frank ve Goyal, 2009). Maddilik toplam defter kaldıracını 0,389 negatif katsayısı ile %1 anlamlılıkla etkilemektedir (Rajan ve Zingales, 1995). Net defter kaldıracını ise 0,407 negatif katsayısı ve %1 anlamlılık ile etkilemektedir. Defter kaldıraç medyanı ise toplam defter kaldıracını 0,332 negatif katsayısı ile %1 etkilerken net defter kaldıracını 0,333 negatif katsayısı ve %1 anlamlılık ile etkilemektedir (Tekin, 2021b). Diğer bir ifade ile piyasa-defter oranı ve defter kaldıraç medyanı büyük olan firmalar daha rahat borçlanabilmektedir. Karlılığı ve maddiliği çok olan firmalar ise daha zor borçlanabilmektedir.

Model 2’de analiz sabit etkiler yöntemi kullanılarak net defter kaldıracı ile tekrar edilmektedir. Analiz sonuçları değerlerin niceliksel olarak değiştiğini ancak niteliksel olarak ise değişmediğini göstermektedir. Bu yüzden sonuçların kaldıraç oranı ölçümüne göre değişmediği, literatüre benzer bir şekilde bulunmuştur (Tekin, 2019).

### ***Küresel Finansal Krizin Sermaye Yapısı Faktörleri Üzerindeki Etkisi***

Literatür göstermektedir ki finansal olmayan firmalar finansal krizlerle birlikte kurumsal finans kararlarında değişikliğe gitmektedirler (Polat, 2020; Polat, 2021; Tekin, 2020a, b, c; Tekin, 2021a, b, c, d, e; Tekin, 2022; Tekin ve Polat, 2020a, b; Tekin ve Polat, 2021a, b, c, d; Tekin vd., 2021a, b). Özellikle sermaye yapısı kararlarında nasıl değişiklikler olduğu da hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için tartışılmaktadır (Polat, 2020; Polat, 2021; Tekin, 2020c; Tekin, 2021b, d, e; Tekin ve Polat, 2020b; Tekin ve Polat, 2021a, c). Ancak MINT örnekleme için böyle bir çalışma yapılmamıştır. Bu yüzden bu çalışma literatürdeki bu boşluğu da doldurmaktadır.

Tablo 8’de örneklem üç ayrı döneme bölünerek 2008-2009 küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında sermaye yapısını etkileyen faktörler incelenmektedir. Kriz öncesinde ekonomik büyüme %1 anlamlılıkla ve -0,005 katsayısıyla toplam defter kaldıracını negatif etkiler iken kriz sonrası toplam defter kaldıracı arasında anlamsız negatif bir ilişki oluşmaktadır. Net defter kaldıracında ise kriz öncesinde %1 anlamlılıkla

ve -0,006 katsayısıyla negatif etkiler iken kriz sonrası defter kaldırıcı arasında anlamsız negatif bir ilişki oluşmaktadır.

Kriz öncesinde dış ticarete % 10 anlamlılıkla ve 0,001 katsayısıyla toplam defter kaldırıcını pozitif etkiler iken kriz sonrası toplam defter kaldırıcı %1 anlamlılıkla ve 0,001 katsayısıyla toplam defter kaldırıcını pozitif etkilemektedir. Net defter kaldırıcında ise kriz öncesinde %10 anlamlılıkla ve 0,001 katsayısıyla pozitif etkiler iken kriz sonrası net defter kaldırıcı arasında %1 anlamlılıkla 0,001 katsayısı ile pozitif etkilemektedir (Tekin, 2021d).

**Tablo 8:** Küresel finansal kriz öncesinden sonrasına sermaye yapısı faktörlerinin değişimi

	Panel A. Toplam defter kaldırıcı			Panel B. Net defter kaldırıcı		
	Kriz öncesi 2002-2007 (1)	Kriz sonrası 2010-2017 (2)	(1) – (2) (3)	Kriz öncesi 2002-2007 (4)	Kriz sonrası 2010-2017 (5)	(4) – (5) (6)
<i>Ana açıklayıcı değişkenler</i>						
Ekonomik büyüme	-0,005*** (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,005***	-0,006*** (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,006***
Dış ticaret	0,001* (0,001)	0,001*** (0,000)	0,000	0,001* (0,001)	0,001*** (0,000)	0,000
Enflasyon oranı	0,000 (0,000)	-0,002** (0,001)	0,002**	0,000 (0,000)	-0,003** (0,001)	0,003*
Faiz oranı	0,002*** (0,001)	-0,001* (0,001)	0,003***	0,002*** (0,001)	-0,001* (0,001)	0,003***
<i>Kontrol açıklayıcı değişkenler</i>						
Firma büyüklüğü	0,035*** (0,010)	0,017*** (0,005)	0,018	0,043*** (0,011)	0,017*** (0,006)	0,026**
Piyasa/Defter oranı	0,045*** (0,009)	0,029*** (0,005)	0,016	0,045*** (0,009)	0,029*** (0,005)	0,016
Kârlılık	-0,152*** (0,038)	-0,153*** (0,034)	0,001	-0,160*** (0,040)	-0,160*** (0,034)	0,000
Maddilik	-0,391*** (0,033)	-0,456*** (0,025)	0,065	-0,414*** (0,036)	-0,472*** (0,029)	0,058
Defter kaldırıcı medyanı	0,379*** (0,092)	0,428*** (0,070)	-0,049	0,422*** (0,098)	0,353*** (0,070)	0,069
Sabit	-0,692*** (0,227)	-0,344*** (0,125)	0,248	-0,866*** (0,248)	-0,339** (0,139)	-0,527
Firma etkisi	Evet	Evet		Evet	Evet	
Firma sayısı	622	852		622	852	
Gözlem sayısı	3.091	6.138		3.091	6.138	

*Not:* Tablo 8’de sermaye yapısını etkileyen faktörlerin küresel finansal kriz öncesinden (2002-2007) sonrasına (2010-2017) değişimini değişken katsayılarının anlamlılık katsayıları analiz edilerek kıyaslanmaktadır. Değişken tanımları Tablo 2’de sunulmaktadır. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10’da anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Enflasyon oranı kriz öncesinde hem toplam defter kaldırıcında hem de net defter kaldırıcında anlamsız ve pozitifdir. Kriz sonrasında toplam defter kaldırıcında 0,002 katsayısı ile %5 anlamlılıkla negatif etkilerken net defter kaldırıcında 0,003 katsayısı ile %5 anlamlılıkla negatif etkilemektedir.

Faiz oranında ise kriz öncesinde hem toplam defter kaldıracını hem de net defter kaldıracını 0,002 katsayısı ile %1 anlamlılıkla pozitif etkilemektedir. Kriz sonrasında ise 0,001 katsayısı ile %10 anlamlılık ile negatif etkilemektedir.

Firma büyüklüğü gözlemlenirken toplam defter kaldıracında kriz öncesi ve kriz sonrası farkı 0,018 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Net defter kaldıracında ise bu fark 0,026 katsayısı ile %5 anlamlı ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir.

Piyasa/defter oranında ise toplam defter kaldıracında kriz öncesi ve kriz sonrası fark 0,016 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Net defter kaldıracında ise bu fark aynı şekilde 0,016 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir.

Karlılık gözlemlenirken toplam defter kaldıracında kriz öncesi ve kriz sonrası fark 0,001 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülürken net defter kaldıracında bu fark 0,000 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir.

Maddilik analizine bakıldığında toplam defter kaldıracında kriz öncesi ve kriz sonrası fark 0,065 katsayısı ile anlamsız ve pozitif ilişkilidir. Net defter kaldıracında bu fark 0,058 ile anlamsız ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir.

Defter kaldıraç medyanının da ise bakıldığında toplam defter kaldıracında kriz öncesi ve kriz sonrası fark -0,049 katsayısı ile anlamsız ve negatif ilişkili olduğu görülmektedir. Net defter kaldıracında bu fark 0,069 ile anlamsız ve pozitif ilişkili olmaktadır.



## SONUÇ

1958 yılında Modigliani ve Miller'in çalışmaları sonucunda ortaya çıkan ampirik bulgular finans literatüründe çok önemli bir etki bırakmaktadır. Bu bulguların ortaya çıkması sonucunda sermaye yapısı ve faktörleri arasındaki ilişki hakkında birçok çalışmalar ortaya çıkmaktadır. En çok üzerinde durulan teoriler ise *dengeleme teorisi*, *finansman hiyerarşisi teorisi* ve *sinyalleme teorisi*dir.

Çalışmanın amacı ve önemi makroekonomik faktörlerin gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısını nasıl etkilediğini analizler yardımı ile ortaya çıkarmaktır. Çalışmada Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye'yi oluşturan dört ülke için 10.558 gözlem sayısı 2002-2017 yılları arası analizleri yapılmaktadır. Firma verileri Nijerya için 2002 yılından itibaren ulaşılabildiği için örneklem 2002-2017 yıllarını kapsamaktadır. Değişken tanım olarak toplam defter kaldırıcı, net defter kaldırıcı, firma büyüklüğü, piyasa-defter oranı, karlılık, maddilik, defter kaldıraç medyanı, ekonomik büyüme, dış ticaret, enflasyon oranı, faiz oranı analiz edilmektedir.

Toplam defter kaldırıcının anlamlılık testi incelendiğinde ekonomik büyüme, enflasyon oranı ve faiz oranı az olan ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldırıcı daha yüksektir. Bunun aksine dış ticaret hacmi yüksek ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldırıcı da yüksektir. Dolayısıyla dış ticaret ve toplam defter kaldırıcı arasında pozitif ilişki vardır. MINT ülkeleri arasında anlamlılığı incelendiğinde Nijerya ve Türkiye toplam defter kaldırıcı ortalamasının anlamlılık testi negatiftir. Yani bu iki ülkedeki firmaların toplam defter kaldıraç ortalamaları farkı anlamlı değildir. Bunun dışındaki farklılıklar anlamlıdır.

Panel veri modellerinin karşılaştırmasında sabit etkiler metoduyla makroekonomik göstergelerin sermaye yapısındaki etkileri incelenmektedir. Yapılan analizlere göre ekonomik büyüme, toplam defter kaldırıcını negatif etkilemektedir. Bu da ekonomik büyümenin az olduğu ülkelerdeki firmaların toplam defter kaldıraçları yüksek olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bir diğer analiz ise faiz oranı ile toplam defter kaldırıcı arasında anlamsız ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bundan dolayı faiz oranının toplam defter kaldırıcı üzerinde bir etkisi olmadığı ortaya çıkmaktadır. Son olarak ise dış ticaret ve toplam defter kaldırıcının arasında pozitif bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Dış ticaret hacmi büyük olan ülkelerdeki firmalar daha büyük toplam

defter kaldıracına sahip olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla bu firmalar risksiz borçlanabilmektedir.

Makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisinde ana açıklayıcı değişkenlere göre enflasyon toplam defter kaldıracını pozitif etkilemektedir. Firmaların fazla borçlanmasının sebebi enflasyonun yüksek olmasından kaynaklı olduğu açıklanmaktadır. Kontrol açıklayıcı değişkenlere göre firma büyüklüğü, toplam defter kaldıracı, piyasa-defter oranı ile defter kaldıraç medyanı arasında pozitif ilişki olduğu belirtilir iken karlılık ve maddilik arasında ise negatif ilişki olduğu ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla piyasa-defter oranı ve defter kaldıraç medyanı büyük olan firmalar riski az bir şekilde borçlanabilmektedir. Karlılığı ve maddiliği fazla olan firmalar ise riskli bir şekilde borçlanabilmektedir.

Çalışmada farklı çıkarımlar bulunmaktadır. İlk olarak yöneticiler firmaların sermaye yapılarını belirlerken dışsal etkenlerin varlığını göz önünde bulundurması gerekmektedir. Aynı zamanda sermaye yapısının hangi gelişen ekonomide olduğunu belirlemesi gerekmektedir. Daha sonra, firmaların buldukları ülkelerin gelişmişlik seviyesini göz önünde bulundurmaktadırlar. Çalışma gelecekteki dışsal etkilerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla literatür de diğer çalışmalara yardımcı olabilecektir.

## KAYNAKÇA

Acet, H. (2009). Para politikası strateji olarak enflasyon hedeflemesi rejimi: Teori, politika ve Türkiye üzerine bir değerlendirme. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 21-49.

Aggarwal, R. and Kyaw, N. A. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 140-150.

Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *In Uncertainty in Economics*, (235-251). Academic Press.

Akın, F. (2018). MINT Ekonomilerinin Makroekonomik Performansı ve Sigortacılık Sektörünün Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye ve Finans Yazıları*, (110): 71- 94.

Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.

Antoniou, A., Guney, Y., and Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.

Aynaoğlu, Y. (2018). Küresel rekabet endeksi ile inovasyon ve makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin analizi (*Master's thesis, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü*).

Baltagi, B. H., Bratberg, E., and Holmas, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health Economics*, 14(10), 1035-1045.

Barro, R. J., (1995). Inflation and Economic Growth. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35 (2), 407-443.

Bates. T. W., Kahle. K. M., and Stulz. R. M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? *Journal of Finance*, 64: 1985-2021.

Bayraktutan, Y. (2003). Bilgi ve Uluslararası Ticaret Teorileri. *C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2): 175- 186.

Bokpin, G.A., (2009). Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms: Evidence from Emerging Market Economies. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2, s. 129-142.

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.

Brunnermeier, M. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23, 77- 100.

Cameron, A. C., and Trivedi, P. K. (2010). Microeconometrics using stata (Vol. 2). *College Station, TX: Stata press*.

Cassar, G., and Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147.

D’Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55, 919-941.

De Jong, A., Kabir, R., and Nguyen, T.T. (2008). Capital Structure Around The World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking Finance* 32, 1954–1969.

Degryse, H., Goeij, P., and Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms’ capital structure. *Small business economics*, 38(4), 431-447.

Demirgüç-Kunt, A., and Maksimovic, V. (1995). Stock market development and firm financing choices (No. 1461). *World Bank Publications*.

Denis, D. J., and McKeon, S. B. (2018). Persistent operating losses and corporate financial policies. *Available at SSRN 2881584*.

Dincergok, B., and Yalciner, K. (2011). Capital structure decisions of manufacturing firms' in developing countries. *Middle Eastern finance and economics*, 12(7), 86-100.

Dinçergök, B. (2010). Sermaye yapısını etkileyen faktörlerin mukayeseli incelemesi. *Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.*

Dudley E., and James, C. (2014). Cash Flow Volatility and Capital Structure Choice. *Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2492152>, 1-60.*

Durotoye, A. (2014). The MINT countries as emerging economic power bloc: Prospects and challenges. *Developing Country Studies*, 4(5), 1-9.

Durukan, M. B. (1998). Makro Ekonomik Değişkenlerin Türk Firmalarının Finansal Yapısına Etkileri: Zaman Serisi Analizinden Kanıtlar 1975-1997. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 43-54.

Fischer, E. O., Heinkel, R., and Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.

Fischer, S., (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485-511.

Foley, C. F., and Manova, K. (2015). International trade, multinational activity, and corporate finance. *Annual Review of Economics*, 7(1), 119-146.

Frank, M. Z., and Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202.

Frank, M. Z., and Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.

Gajurel, D. (2006). Macroeconomic influences on corporate capital structure. *Available at SSRN 899049.*

Gönenç, H., ve Arslan, Ö. (2003). Uluslararası ve yurtiçi Türk reel sektör firmalarının sermaye yapısı. *İMKB Dergisi*, 7(25-26), 41-63.

Guney, Y., Ozkan, A., and Yalciner, K. (2003). Dynamic Capital Structure Decisions: evidence from firms in an emerging economy. *S. Altug and A. Governance and Social Responsibility*, 171, 172.

Güloğlu, B., ve Bekçioğlu, S. (2001). İMKB'deki gelişmelerin şirketlerin sermaye yapısına etkileri: İmalat sanayinde faaliyet gösteren firmalar üzerine bir uygulama. *ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresi*.

Gültekin, S. (2011). Küreselleşme Çağında Dış Ticarete Rekabet İçin Kümelenme Stratejisi: Türkiye'nin Tarım Kümelenmesi Gerekliği. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (22). 29-40.

Gürsel, S., ve Soybilgen, B. (2013). *Türkiye Orta Gelir Tuzağının Eşiiğinde*.

Gürsel, S., İmamoğlu, Z., ve Soybilgen, B. (2013). Dengeli Büyüme Zor Görünüyor.

Harford, J., Klasa, S. and Maxwell, W. F. (2014) Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.

Harris, C, and Roark, S. (2019). Cash Flow Risk and Capital Structure Decisions. *Finance Research Letters*, 29: 393-397.

Harris, M., and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.

Hayaloğlu, P. (2015). MINT Ülkelerinde Demokrasi Ekonomik Büyümeği Nasıl Etkilemektedir? *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(1), 17-29.

Hofmann, B. (2001). The determinants of private sector credit in industrialized countries: Do property prices matter?

Hsiao, C. (2014). Analysis of panel data (No. 54). *Cambridge university press*.

Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jermias, J., and Yigit, F. (2019). Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 171-185.

Kayhan, A. and Titman, S. (2007) Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1-32.

Keefe, M. O. C., and Yaghoubi, M. (2016). The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities. *Journal of Corporate Finance*, 38, 18-36.

Köksal, B., and Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.

Kraus, A., and Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.

Lawson, I. E., and Osaremwind, O. D. (2019). Capital structure and firm value of selected quoted manufacturing firms in Nigeria Dutse. *Journal of Economics and Development Studies (DUJEDS)*, 7(2).

Leary, M. T. and Roberts, M. R. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.

Mandaci, P. E. (2009). Testing capital structure models for Turkish non-financial firms: the analysis of firm-specific financial factors and agency variables. *Investment management and financial innovations*, (6, Iss. 1 (contin.)), 231-241.

Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

Myers, S. C. (1984). Finance theory and financial strategy. *Interfaces*, 14(1), 126-137.

Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.

Myers, S. C., and 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.

Odugbesan, J. A., and Rjoub, H. (2020). Relationship among economic growth, energy consumption, CO2 emission, and urbanization: evidence from MINT countries. *Sage Open*, 10(2), 2158244020914648.

Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1-2), 175-198.

Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, 12(1), 19-24.

Özdemir, K. (2019). Enflasyon oranı faiz oranı ve döviz kurlarında yaşanan değişimlerin firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkisi: Bıst 100'deki imalat firmaları üzerine bir uygulama. (*Master's thesis, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*).

Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301-323.

Park, H. M. (2011). Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata. *Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan*, 12, 1-52.

Petersen, M. A., and Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), 3-37.

Polat, A. Y. (2020). Borç vadesi ve finansal kriz: Türkiye örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (1), 118-130.



Polat, A. Y. (2021). The global financial crisis and corporate financial policies. *Journal of Economy Business and Management*, 5(1), 83-97.

Proença, P., Laureano, R. M., and Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.

Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

San Martin, P., and Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40, 163-174.

Sandalcılar, A. R. (2012). Türkiye'nin Bric ülkeleriyle ticari potansiyeli: Panel çekim modeli yaklaşımı. *Journal of Yaşar University*, 7(25), 4164-4175.

Sayılğan, G., ve Finansmanı, İ. (2013). Soru ve Yanıtlarıyla, 6. Baskı, Ankara: *Turhan Kitabevi*.

Shyam-Sunder, L. and Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

Tekin, H. (2019). The impact of the global financial crisis and institutional settings on corporate financial decisions. (*Doctoral dissertation, University of Bradford*).

Tekin, H. (2020a). Firm size and dividend policy of European firms: Evidence from financial crises. *MJES: Marmara Journal of European Studies*, 28(1), 109-121.

Tekin, H. (2020b). How optimal cash changed by the global financial crisis? A multi-country analysis. *Economics and Business Letters*, 9(2), 114-123.

Tekin, H. (2020c). Optimal leverage of travel and leisure firms in Europe. *Marmara Conference on European Studies-MCES 2020, Istanbul*.

Tekin, H. (2021a). Avrupa’da kâr payı dağıtımı, pay geri alımları ve finansal krizler. *GELİŞİM-UWE 5. Uluslararası Ekonomi ve Finans Konferansı*, İstanbul (Çevirim içi).

Tekin, H. (2021b). Gelişen Ekonomilerde Sermaye Yapısı. *Efe Akademi Yayınları*.

Tekin, H. (2021c). How do financial constraints and financial crises matter on cash management? Evidence from developing Asian economies. *In Current Trends in Asian Economics, Business, and Administration*, (228-248). IGI Global.

Tekin, H. (2021d). How the global financial crisis and international trade affected corporate decisions? International evidence. *In Impact of Global Issues on International Trade*, (137-157): IGI Global.

Tekin, H. (2021e). Market differences and adjustment speed of debt, equity and debt maturity. *Australian Journal of Management*, 46(4), 629-651.

Tekin, H. (2022). Does corruption matter on corporate payouts in the Covid era? Evidence from Muslim countries. *1. FICCOMS FEMFEST International Conference on Economics, Management and Business 2022*, Indonesia (Online).

Tekin, H., and Polat, A. Y. (2020a). Is saving vital? Evidence from the financial crisis. *Economics and Business Letters*, 9(2), 124-134.

Tekin, H., and Polat, A. Y. (2020b). The global financial crisis and capital structure decisions of Turkish SMEs: A review. *IJMEB: International Journal of Management, Economics and Business*, 16(3), 513-535.

Tekin, H., and Polat, A. Y. (2021a). Adjustment speed of debt maturity: Evidence from financial crises in East Asia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 24(1), 71-92.

Tekin, H., and Polat, A. Y. (2021b). Do market differences matter on dividend policy? *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 197-208.

Tekin, H., and Polat, A. Y. (2021c). Is leverage a substitute or outcome for governance? Evidence from financial crises. *International Journal of Emerging Markets*.

Tekin, H., ve Polat, A. Y. (2021d). Küresel finansal krizin araştırma-geliştirme harcamaları ayarlama hızı üzerindeki etkisi. *Verimlilik Dergisi*, 21(4), 119-131.

Tekin, H., Polat, A. Y., ve Muğaloğlu, E. (2021a). Küresel finansal kriz ve nakit tutma ayarlama hızı. *ANEMON: Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(4), 1099-1110.

Tekin, H., Polat, A. Y., Aysan, A. F., and Muğaloğlu, E. (2021b). Cash management, governance, and the global financial crisis: Evidence from developing Asia. *Asian Economics Letters*, 2(4). <https://doi.org/10.46557/001c.27135>.

Titman, S., and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Toprakçı, T. (1994). Firmaların sermaye yapısı, sermaye yapısını etkileyen etmenler ve türkiye 'de sektörlerle finansal yapı ilişkisi üzerine bir araştırma, *Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul*: 160-163.

Tütüncü, A., ve Zengin, H. (2019). Telafi ve Etkinlik Hipotezlerinin MINT Ülkeleri için Geçerliliğinin İncelenmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), 81-94.

Wanzenried, G. (2003). Capital structure decisions and output market competition under demand uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, 21(2), 171-200.

Warner, J. B. (1977). Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims. *Journal of financial economics*, 4(3), 239-276.

Wojewodzki, M., Poon, W. P. and Shen, J. (2018). The role of credit ratings on capital structure and its speed of adjustment: An international study. *The European Journal of Finance*, 24(9), 735-760.

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.

Yalçınkaya, Ö., ve Temelli, F. (2014). Ekonomik büyüme ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki: BRICS ve MINT (1992-2013). *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Y*, 4.

Yaman, M. (2018). Dış ticaret ve ekonomik büyüme ilişkisi: Teori, literatür ve uygulama (*Doctoral dissertation, Yüksek lisans tezi, Mustafa Kemal Üniversitesi, Hatay*).

Yardımcıoğlu, M. (2015). Yükselen Piyasa Ekonomileri Ve İş Yapabilirlik Endeksi Karşılaştırması. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 279-294.

Yıldırım, A., ve Gökalp, M. F. (2016). Gelişmiş ülkelerde kurumsal yapı ve uluslararası rekabet gücü ilişkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(1), 1-34.

Yıldırım, K., Karaman, D., ve Taşdemir, M. (2014). Makro Ekonomi (12. Baskı). *Ankara: Seçkin Yayıncılık*.

Yılmaz, E. (2015). Ekonomik düzlemde yeni senaryo: BRIC ülke bloku yerine Türkiye’li MINT”. <http://www.kto.org.tr/d/file/ekonomik-duzlemde-yenisenaryo---birc-bloku-yerine-turkiyeli-mint.pdf> (Erişim: 05.04.2015).

## TABLULAR LİSTESİ

**Tablo 1:** Örneklemin ülke, endüstri ve yıllara göre dağılımı

**Tablo 2:** Değişken tanımları

**Tablo 3:** Tanımlayıcı istatistikler

**Tablo 4:** Korelasyon matrisi

**Tablo 5:** DeFTER kaldırıcının anlamlılık testleri

**Tablo 6:** Panel veri model seçimi

**Tablo 7:** Makroekonomik göstergelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi

**Tablo 8:** Küresel finansal krizin sermaye yapısı faktörlerine etkisi

## ŞEKİLLER LİSTESİ

**Şekil 1:** Makroekonomik göstergelerin kıyaslanması: BRIC ve MINT ülkeleri ortalamaları

**Şekil 2:** MINT ülkeleri ve ortalaması için ekonomik büyüme trendi

**Şekil 3:** MINT ülkeleri ve ortalaması için dış ticaret trendi

**Şekil 4:** MINT ülkeleri ve ortalaması için enflasyon trendi

**Şekil 5:** MINT ülkeleri ve ortalaması için faiz trendi

## **ÖZGEÇMİŞ**

2018 yılında Uşak Üniversitesi Bankacılık ve Finans bölümü mezun olmuştur. 03.01.2020 tarihinden beri Kardemir Döküm Makine Sanayi ve Ticaret AŞ'de Proje departmanının da çalışmaktadır.