

## **POLİTİK BELİRSİZLİK KAYNAĞI OLARAK SEÇİMLER VE FİRMA YATIRIM KARARLARI: BİST'E KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

**Yrd. Doç. Dr. Hasan AYAYDIN**  
Gümüşhane Üniversitesi, IIBF  
hayaydin61@gumushane.edu.tr.

**Arş. Gör. İbrahim KARAASLAN**  
Anadolu Üniversitesi, IIBF  
ibrahimkaraaslan@anadolu.edu.tr.

### **ÖZET**

*Bu çalışmanın amacı politik belirsizliğin firmaların yatırım kararlarına etkisini incelemektir. Bu amaçla çalışma, 2008-2013 dönemine ilişkin olarak; Borsa İstanbul'da (BİST) sanayi sektöründe faaliyet gösteren 147 firmayı kapsamaktadır. Politik belirsizlik ile firma yatırım kararları arasında ilişki panel veri analizi kullanılarak ilgili dönemdeki çeyrek verilerle analiz edilmektedir. Analiz sonucunda politik belirsizlik göstergesi olarak 29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini temsilen kullanılan değişken ve 12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu temsilen kullanılan değişken ile firma yatırımları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmezken, 12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini temsilen kullanılan değişken ile firma yatırımları arasında istatistiksel olarak negatif anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, seçimlerin belirsizlik nedeniyle verimsiz sermaye tahsisi kanalıyla firma yatırımlarını düşürebilir önermesini doğrulamakta ve bu sonucun politik belirsizliğin reel ekonomik sonuçları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu yönünde güçlü bir mesaj verdiği söylenebilir. Bu sonuçlar firma yöneticilerinin ve yatırımcıların 29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini ve 12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu bir belirsizlik ölçüsü olarak algıladıkları ancak, 12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini bir belirsizlik ölçüsü olarak algıladıkları şeklinde yorumlanabilir. Türkiye için politik belirsizliklerin firmaların yatırım kararlarına etkisi üzerine firma bazında inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu yönüyle çalışmanın literatürdeki bu boşluğu doldurması beklenmektedir.*

***Anahtar Kelimeler:** Politik Belirsizlik, Seçimler, Firma Yatırımları*

## **POLITICAL UNCERTAINTY AS A SOURCE OF ELECTIONS AND COMPANY INVESTMENT DECISIONS: AN INVESTIGATION ON BİST REGISTERED COMPANIES**

### **ABSTRACT**

*The purpose of the study is to examine the effects of political uncertainty on company investment decisions. For this purpose, the study consists of 147 firms operating in the industrial sector in Istanbul stock exchange (BİST) for the period of 2008-2013. The relationship between political uncertainty and company investment decisions has*

been analyzed for the quarter data period by using panel data analysis. analysis indicated that there is no statistically significant relationship between the 29<sup>th</sup> of march 2009 general election of local administrations variable and the 12<sup>th</sup> of September 2010 constitutional amendment referendum variable as an indicator for the political uncertainty and company investment decisions, although there is a negative statistically significant relationship between the 12<sup>th</sup> of June 2011 parliamentary general election variable as an indicator for the political uncertainty and company investment decisions. This result sends a strong message that political uncertainty has a significant impact on real economic outcomes-political uncertainty can deteriorate company investment decisions because of inferior capital allocation. this founding implying that firm manager and investors not perceive the 29<sup>th</sup> of march 2009 general election of local administrations and the 12<sup>th</sup> of September 2010 constitutional amendment referendum as an uncertainty sources, but perceive the 12<sup>th</sup> of June 2011 parliamentary general election as an uncertainty sources. the study examining the impact of political uncertainty on company investment decisions on has not been found. This aspect of the study is expected to fill this gap in the literature.

**Key Words:** *Political Uncertainty, Elections, Firm Investment*

## 1.Giriş

Seçim belirsizliği ile yatırım arasındaki ilişkinin altında yatan öngörü şu şekilde açıklanabilir: Firmanın perspektifinden bakıldığında, eğer seçimler kötü sonuç doğuracaksa, yatırım için beklemenin opsiyon değeri artacaktır ve firma politik belirsizlik giderilene kadar yatırım yapmayacaktır (Julio ve Yook, 2012). Reel yatırımlar ve belirsizlik arasındaki ilişki Bernanke (1983) ve Bloom vd. (2007) tarafından modellenmiştir. Bu modellerde, firma daha ihtiyatlı olmakta ve belirsizlik nedeniyle yatırımları ertelemektedir. Bu iddia politik belirsizlik hipotezi (*political uncertainty hypothesis*) olarak bilinmektedir. Ayrıca, belirsizlik, Bernanke (1983)'nin terimi ile "kötü haber prensibi" (*bad news principle*) ile yatırım için beklemenin değerini artırır. Belirsizlikte meydana gelecek bir artış eğer kötü bir sonuç ortaya çıkma ihtimali varsa şimdiki yatırımlarda bir azalma meydana getirecektir. Ulusal seçimler kapsamında, firmalar ülkenin makroekonomik, vergi veya parasal politikalarında meydana gelecek negatif bir değişiklik olasılığına karşılık yatırımlarını erteleyeceklerdir. Bu prensip bizi yatırım harcamaları seçimlerden önceki dönemde azalış gösterir yönündeki iddiayı ifade eden "politik belirsizlik hipotezine" getirmektedir (Julio ve Yook, 2012: 50). Yatırım kararları geri dönülemez olunca, belirsizlik firmaları daha tedbirli yapmakta ve firmaları "bekle ve gör" stratejisine yönlendirmektedir, dolayısıyla yatırım fırsatlarına olan yatırım hassaslığını azaltmaktadır (Bloom vd. 2007; Julio ve Yook, 2012). Hartman (1972) tarafından başlatılan ve Abel (1983) tarafından izlenen alternatif bir görüş, rekabetçi bir piyasada daha fazla belirsizliğin riske duyarız bir firmanın yatırımını arttıracığını savunmaktadır. Sabit bir ölçek getirisi durumunda, sermayenin marjinal ürünü firmanın karşılaştığı belirsiz fiyatın konveks fonksiyonu olduğunu göstermektedir, öyle ki Jensen'in eşitsizliğiyle, daha yüksek belirsizlik bir birim ek sermayenin marjinal değerini artırır, bu da daha yüksek yatırıma yönlendirebilir. Abel ve Eberly (1996) bu sonucu yaptıkları çalışmalarla genelleştirmişlerdir.

Yapılan araştırma sonucunda Türkiye için politik belirsizliklerin firma yatırım kararlarına etkisi üzerine firma bazında inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu

çalışma ulusal seçimler çerçevesinde politik belirsizliklerin firma bazında yatırım kararlarını nasıl etkilediği yönünde literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Çalışmada ayrıca üç farklı etkileşim terimi kullanılarak model sonuçları sunulmuştur.

Bu çalışmanın amacı politik belirsizliğin firma yatırım kararlarına etkisini incelemektir. Bu amaçla çalışma, 2008-2013 dönemine ilişkin olarak; Borsa İstanbul'da (BIST) sanayi sektöründe faaliyet gösteren 147 firmayı kapsamaktadır. Bu değişkenler arasındaki ilişki, serilerin hem zaman boyutunu hem de kesit boyutunu birlikte dikkate alan panel veri analizi kullanılarak ilgili dönemdeki çeyrek verilerle analiz edilmektedir. Bu çalışmada Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012)'i takiben politik belirsizlik ölçüsü olarak 29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini, 12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu ve 12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçim zamanlarını temsilen kukla değişken kullanmıştır. Bu çalışmada International Country Risk Guide (ICRG) veri tabanından sağladığımız ve literatürde geniş uygulama alanı bulan politik risk primi endeksi, seçim değişkenlerine ek olarak kullanılmıştır.

## 2. Metodoloji ve Veri

Araştırmada, politik belirsizlik ile firma yatırım kararları değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için panel veri analizi yöntemi uygulanmıştır. Bu çalışmada, politik belirsizliğin Borsa İstanbul'a (BIST) kayıtlı sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırım kararları üzerindeki etkisi olarak incelenmektedir. Söz konusu etkilerin tahmininde, Türkiye için 2008:1-2013: 1 dönemine ait üç aylık panel veri serileri kullanılmıştır. Bu çalışmada, bağımlı değişken olarak her bir firmanın yatırımını temsil eden aktif büyüme oranı kullanılmaktadır.

Çalışmada politik belirsizliği temsilen kullanılan seçim verileri Yüksek Seçim Kurulu (YSK)'ndan, alternatif politik belirsizlik değişkeni olarak kullanılan politik risk verisi International Country Risk Guide (ICRG)'den, firmaya özgü değişkenlere ilişkin veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndan, makroekonomik veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nden sağlanmıştır.

**Tablo 1: Veri Setinin Kaynakları**

1	Değişkenler	2	Açıklama	3	Veri kaynağı
4	SEÇİM	5	29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini, 12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu ve 12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini temsilen kullanılan kukla değişken	6	YSK
7	SEÇİM2009	8	29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini temsilen kullanılan kukla değişken	9	YSK
10	SEÇİM2010	11	12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu temsilen kullanılan kukla değişken	12	YSK
13	SEÇİM2011	14	12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini temsilen kullanılan kukla değişken	15	YSK
16	POLRİSK	17	Politik Risk	18	ICRG
19	ΔAK	20	Aktif büyüme oranı	21	KAP

22	TOBINQ	23	TobinQ değeri	24	KAP
25	AKO	26	Aktif karlılık oranı	27	KAP
28	VNKM	29	Net karın beş yıllık varyansı	30	Yazarın hesaplaması
31	BÜYÜKLÜK	32	Firma satış büyüklüğü	33	KAP
34	KALDIRAÇ	35	Kaldıraç oranı	36	KAP
37	NAKİTTUTUMU	38	Nakit tutumu	39	KAP
40	SATIŞBÜYÜMESİ	41	Satış büyüme oranı	42	KAP
43	NAKİTAKIMI	44	Nakit akımı	45	KAP
46	EKONOMİKBÜYÜME	47	Ekonomik büyüme	48	TCMB

Araştırmada Borsa İstanbul'da imalat sanayinde işlem gören 147 sanayi firması analiz edilmiştir. Bu firmaların alt sektörleri Tablo 2'de görülmektedir.

**Tablo 2: Araştırma Kapsamında Yer Alan Firmaların Sektörel Dağılımı**

49	Sektörler	50 Sayısı	Firma	51	%
52	Gıda, İçki ve Tütün	53	23	54	15,6
55	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	56	19	57	13,1
58	Orman Ürünleri ve Mobilya	59	5	60	3,4
61	Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	62	11	63	7,5
64	Kimya Sanayii	65	23	66	15,6
67	Taş ve Toprağa Dayalı	68	26	69	17,7
70	Metal Ana Sanayi	71	13	72	8,8
73	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	74	27	75	18,3
76	Toplam	77	147	78	100

Tablo 2'ye göre araştırma kapsamındaki firmaların %15,6'sı Gıda, İçki ve Tütün, %13,1'i Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri, %3,4'ü Orman Ürünleri ve Mobilya, %7,5'i Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın, %15,6'sı Kimya Sanayii, %17,7'si Taş ve Toprağa Dayalı, %8,8'i Metal Ana Sanayi, %18,3'ü Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım sanayi kolunda faaliyet göstermektedir.

Çalışmada Wang vd. (2014), Munoz (2013), Badertscher vd. (2013), Gulen ve Ion (2013), Julio ve Yook (2012) çalışmalarında kullandıkları modeller temel alınarak oluşturulan statik model aşağıdaki gibidir:

$$YATIRIM_{it} = \alpha_i + \beta_1 POLİTİKBELİRSİZLİK_{it} + \beta_2 FİRMA_{it} + \beta_3 MAKRO_{it} + u_{it} + \varepsilon_i$$

$$i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Modellerde, i ve t sırasıyla ülke ve zaman periyodunu ve  $\varepsilon_i$  hata terimini temsil etmektedir. Modellerde  $YATIRIM_{it}$  değişkeni bağımlı değişkendir ve bağımlı değişken olarak her bir firmanın yatırımını temsil eden aktif büyüme oranı kullanılmaktadır.  $POLİTİKBELİRSİZLİK_{it}$  sırasıyla  $SEÇİM$ ,  $SEÇİM2009$ ,  $SEÇİM2010$ ,  $SEÇİM2011$ ,  $POLRİSK$  değişkenlerini temsil etmektedir.  $FİRMA_{it}$  değişkeni, firmaya özgü değişkenler olarak modellere eklenen TobinQ değeri, aktif karlılık oranı, net karın beş yıllık varyansı, firma satış büyüklüğü, kaldıraç oranı, nakit tutumu, satış büyüme oranı, nakit akımı değişkenlerini,  $MAKRO_{it}$  ise modellerde makroekonomik değişken olarak kullanılan ekonomik büyüme değişkenini temsil etmektedir.

#### *Araştırmada Kullanılan Değişkenler*

Bu araştırmada, bağımlı değişken olarak her bir firmanın yatırımını temsil eden aktif büyüme oranı kullanılmaktadır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler; politik belirsizlik değişkenleri, firmaya özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak sıralanabilir. Tablo 3’de araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlamalar sunulmaktadır. Bu araştırmada firma yatırımları üzerine yapılan çalışmaları [Wang vd. (2014), Baker vd. (2013), Badertscher vd. (2013), Gulen ve Ion (2013), Ding vd. (2013), Munoz (2013), Wu ve Yeung (2012), Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012)] takiben bağımlı değişken olarak her bir firmanın yatırımını temsil eden aktif büyüme oranı kullanılmaktadır.

### **Politik belirsizlik değişkenleri**

Birçok çalışma, politik belirsizliğin ulusal seçimler sırasında arttığını tespit etmiştir. Örneğin, Bialkowski vd. (2008) piyasa indekslerinin seçimler sırasında daha değişken olduğunu tespit etmişlerdir ve Boutchkova vd. (2012) politik olarak hassas olan sektörlerin seçimler sırasında daha az tahmin edilebilen nakit akışları olduğunu göstermektedir. Mei ve Guo (2004) 1998 Asya finansal krizi dönemindeki seçimler sırasında hisse senedi piyasasının daha değişken olduğunu bulmuşlardır.

**Tablo 3: Araştırmada Kullanılan Değişkenler**

79	Bağımlı Değişkenler	80	Tanımlama
81	Firma		
82	Yatırım	83	ΔAK
Değişkenleri		84	Aktif <sub>t</sub> – Aktif <sub>t-1</sub> / Aktif <sub>t-1</sub>
85	Bağımsız Değişkenler	86	Tanımlama
		94	29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini, 12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu ve 12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini temsilen kullanılan kukla değişken. Seçim dönemi için 1, diğer dönemler için 0 kodlanmıştır.
		93	SEÇİM
		96	29 Mart 2009 Genel mahalli idareler seçimini temsilen kullanılan kukla değişken. Seçim dönemi için 1, diğer dönemler için 0 kodlanmıştır.
87		95	SEÇİM20
88		09	
89	Politik		
90	Belirsizlik		
Değişkenleri		97	SEÇİM20
91		10	
92			
		98	12 Eylül 2010 Anayasa değişikliği referandumunu temsilen kullanılan kukla değişken. Seçim dönemi için 1, diğer dönemler için 0 kodlanmıştır.
		100	12 Haziran 2011 Milletvekili genel seçimini temsilen kullanılan kukla değişken. Seçim dönemi için 1, diğer dönemler için 0 kodlanmıştır.
		101	POLRISK
		102	Politik risk primi
		106	
		107	
103	Firmaya	108	TOBİNQ
104	Özgü		
105	Değişkenle	110	AKO
r		111	Net kar / Toplam aktifler
		112	VNKM
		113	Beş çeyreklik dönemler itibarıyla net satışların varyansı
		114	BÜYÜKL
		115	Firma büyüklüğünü temsilen net satışların doğal logaritması

	116 AÇ	KALDIR	117	Piyasa temelli kaldıraç oranı: [Toplam Borçlar / Toplam Borçlar + (Hisse senedi sayısı * hisse senedi fiyatı)]
	118 UTUMU	NAKİTT	119	Dönen Varlıklar / Kısa vadeli borçlar
	120 YÜMESİ	SATIŞBÜ	121	Net Satışlar <sub>t</sub> – Net satışlar <sub>t-1</sub> / Net satışlar <sub>t-1</sub>
	122 KİMİ	NAKİTA	123	(Faiz ve vergi öncesi kar + Amortismanlar – Finansman gideri – Vergi) / Toplam Aktifler
124 125 Değişkenler	Makro Ekonomik	126 EKONO MİKBÜYÜME	127	Ekonomik büyüme oranı

### 3. Bulgular ve Tartışma

Çalışmanın ampirik bulguları, değişkenlere ilişkin genel istatistikler, değişkenler arasındaki ilişki, birim kök test sonuçları ve panel regresyon analizi sonuçları olmak üzere 4 kısımda ele alınabilir.

#### 3.1. Değişkenlere İlişkin Genel İstatistikler

Modelin panel veri tahmin sonuçlarına geçmeden önce, panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin temel bazı tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4’de verilmektedir.

**Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler**

128 r	Değişkenle	129 özlem Sayısı	G	130 ortalama	O	131 standart Sapma	S	132 minimum Değer	M	133 maksimum Değer	M
134	ΔAK	135 087	3	136 485	0,	137 5,527	1	138 1,00	-	139 87	48,
140	TOBINQ	141 087	3	142 204	5,	143 5,412	3	144 098	0,	145 11	45,
146	AKO	147 087	3	148 008	0,	149 ,216	0	150 8,447	-	151 55	1,8
152	VNKM	153 087	3	154 528	5,	155 8,775	9	156 0	0	157 30,72	24
158	BÜYÜKL ÜK	159 087	3	160 955	7,	161 ,887	0	162 792	4,	163 672	10,
164	KALDIRA Ç	165 087	3	166 653	0,	167 ,258	0	168 001	0,	169 00	1.0

170	NAKİTTU TUMU	171 087	3	172 620	3,	173 7,308	8	174 005	0,	175 51,58	48
176	SATIŞBÜ YÜMESİ	177 087	3	178 434	0,	179 5,127	1	180 0,691	-	181 3	8,1
182	NAKİTA KIMI	183 087	3	184 268	3,	185 1,865	2	186 15,424	-	187 1,719	32
188	EKONOM İKBÜYÜME	189 087	3	190 011	0,	191 ,090	0	192 0,141	-	193 70	0,1
194	POLRİSK	195 087	3	196 8,019	5	197 ,428	1	198 6	5	199 5	61,

*Tablo 4.* 'den görüleceği üzere; örneklem kapsamında bulunan firmaların ilgili dönemde toplam aktifleri bazında ortalama %48,5 oranında yatırım yaptıkları söylenebilir. Bu firmaların aktiflerinin piyasa değerinin aktiflerinin defter değeri olarak bilinen ortalama TOBİNQ'su 5,2'dir. Ayrıca bu firmaların ortalama aktif karlılığının ortalama %0,8, kaldıraç oranının ortalama %65,3 ve net satışlarının büyümesi ortalama %43,4'dür.

### 3.2. Panel Veri Analizi Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde statik panel veri sonuçları sunulmuştur. Analizde rastsal etkiler mi yoksa sabit etkiler yaklaşımının mı kullanılacağı ile ilgili karar Hausman (1979, 1981) testi sonuçlarına göre verilmiştir.

Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$H_0: E(\epsilon_{it} | X_{it}) = 0$  kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır

$H_1: E(\epsilon_{it} | X_{it}) \neq 0$  kesit verisi ve zaman serisi etkileri sabittir

Sabit etki model parametre tahmincileri ile tesadüfi etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi için oluşturulan Hausman test sonuçları ilgili tablolarda verilmiştir. Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen %5'in altındaki bir olasılık değeri tesadüfi etkiler modelinin uygun olmayacağı, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Hausman test istatistiği sonucu tüm modellerde sabit etkiler modeli (fixed effect model) tercih edilmiştir. Ayrıca tüm modellerde otokorelasyon sorunu ile karşılaşıldığından, AR(1) süreci işletilerek modeller otokorelasyondan arındırılmıştır.

**Tablo 6: Alternatif Politik Belirsizlik Değişkenli Yatırım Modeli Sonuçları**

Bağımlı/Bağımsız değişkenler	Model 2a $\Delta AK$	Model 2b $\Delta AK$	Model 2c $\Delta AK$	Model 2d $\Delta AK$
SEÇİM	-0,2971*	-0,3071*	-0,3070*	-0,3096*

	(0,1553)	(0,2340)	(0,2309)	(0,2407)
SEÇİM2009	-0,2539*	-0,1673**	-0,1541*	-0,2127*
	(0,2593)	(0,3222)	(0,0292)	(0,0223)
SEÇİM2010		-0,2420	-0,2457	-0,5891
		(0,3115)	(0,3116)	(0,3097)
SEÇİM2011			-0,5981**	-0,4544*
			(0,3097)	(0,2646)
POLRİSK				0,5367**
				(0,0571)
TOBINQ	0,0092***	0,0093***	0,0097***	0,0102***
	(0,0034)	(0,0029)	(0,0023)	(0,0029)
AKO	0,1646*	0,1746*	0,1902*	0,0263*
	(0,0344)	(0,0341)	(0,0343)	(0,0339)
VNKM	-0,0002*	-0,0021**	-0,0026*	-0,0017
	(0,8414)	(0,8421)	(0,6503)	(0,6308)
BÜYÜKLÜK	-	-0,2494**	-0,2536**	-0,2311**
	0,22423***	(0,1095)	(0,1102)	(0,1094)
	(0,1090)			
KALDIRAÇ	-0,8376**	-	-	-0,8777**
	(0,3981)	0,8426***	0,7937***	(0,3973)
		(0,3989)	(0,3999)	
NAKİTTUTUMU	-0,0004	-0,0003	-0,0016	-0,0012
	(0,0006)	(0,0006)	(0,0042)	(0,0016)
SATIŞBÜYÜMESİ	0,0017	0,0018**	0,0017*	0,0001
	(0,0018)	(0,0015)	(0,0016)	(0,0013)
NAKİTAKIMI	0,0098***	0,0097***	0,0096***	0,0083***
	(0,0039)	(0,0039)	(0,0039)	(0,0043)
EKONOMİKBÜYÜME	0,4338	0,5195	0,5235	0,1148
	(0,6302)	(0,6397)	(0,6399)	(0,6338)
SABİT	2,9223***	2,9668***	2,9823***	2,8833***
	(0,8502)	(0,8527)	(0,8560)	(0,8338)
R2	0,043	0,043	0,045	0,045
F Testi	34,84	35,45	35,24	124,68
F Testi olasılık	0,0005	0,0007	0,0002	0,0000
Hausman Testi	61,03	61,58	61,51	61,42
Hausman olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Baltagi-Wu LBI	2,025	2,023	2,023	2,015
Gözlem sayısı	3087	3087	3087	3087
Grup sayısı	147	147	147	147

\*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %10, %5, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir.

*Tablo 6* alternatif politik belirsizlik değişkenli yatırım modeli sonuçlarını göstermektedir. Analiz sonuçları her dört modelde de (Model 2a, Model 2b, Model 2c ve Model 2d) politik belirsizliklerin firma yatırımlarını negatif ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bütün modellerde *SEÇİM*, *SEÇİM2009* ve *SEÇİM2011* değişkenleriyle firma yatırımlarını temsilen kullanılan aktif büyüme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, bu anlamlı ilişki *SEÇİM2010* ile tespit edilememiştir. Bu sonuçlara göre firma yöneticilerinin 29 Mart 2009 tarihinde yapılan genel mahalli idareler seçimini, 12 Haziran 2011 tarihinde yapılan



milletvekili genel seçimini bir politik belirsizlik kaynağı olarak algıladığı söylenebilirken; 12 Eylül 2010 tarihinde yapılan anayasa değişikliği referandumunu ise politik belirsizlik ölçüsü olarak algılamadığını, yatırımcı açısından referandumun genel ya da yerel seçim havasında geçmediğini söylemek mümkündür. Bu sonuçlar firmaların seçimleri genel ve yerel seçim ayırımı yapmaksızın, seçim dönemlerinde yatırım kararlarını ertelediği, ya da azalttığı söylenebilir. Bu analiz sonuçları ayrıca politik belirsizlik ölçüsü olarak modele eklenen *POLRISK* primi ile firma yatırımları arasında pozitif ve %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çalışmada kullanılan politik risk primi endeksinin artmasının ülkedeki politik riskin düşük olduğunu gösterdiği noktadan hareketle, bir ülkede politik riskin artmasının o ülkedeki firma yatırımlarının azalacağına işaret olduğu söylenebilir. Elde edilen bu bulgulara benzer sonuçlar Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012) 'in bulgularıyla örtüşmektedir. Benzer bulguyu Gulen ve Ion (2013) seçimler yerine, politik belirsizlik endeksini kullanarak tespit etmişlerdir.

Bütün model sonuçları, *TOBİNO* ve *NAKİTAKIMI* değişkenlerinin firma yatırımlarını pozitif ve %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuçlar, yatırım ve büyüme fırsatına sahip firmaların daha fazla yatırım yaptıkları anlamına gelmektedir. Elde edilen bu bulguyu destekler nitelikte, Wang vd. (2014), Badertscher vd. (2013), Gulen ve Ion (2013), Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012) benzer sonuçlar tespit etmişlerdir.

Çoğu modelde firma belirsizliğinin bir ölçüsü olarak modellere eklenen firmanın net kar marjının varyansı (*VNKM*) değişkeninin firma yatırımlarını negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuçlar, kar belirsizliğinin yüksek olmasının ya da diğer bir ifadeyle firmanın karlarının geleceğinin belirsiz olması ya da risk içermesinin firma yatırımlarını azalttığını göstermektedir. Firmaların belirsizlik durumlarında yatırım kararlarını ertelediğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, bu bulgu karları istikrarlı bir eğilim göstermeyen firmaların yatırımlarını azalttığını göstermektedir. Benzer şekilde, Gulen ve Ion (2013)'in çalışmalarında firma seviyesindeki belirsizlik ile yatırımlar arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bütün model sonuçları firma karlılığının ölçüsü olarak çalışmada kullanılan aktif karlılık oranının (*AKO*) firma yatırımlarını pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuç karlılığı yüksek olan firmaların daha fazla yatırım yapma eğiliminde olduğunu gösterir niteliktedir. Bu sonuçtan yola çıkarak firmaların yatırım finansmanında karlarının önemli bir bölümünü kullandıklarını söylemek mümkündür. Badertscher vd. (2013), Gulen ve Ion (2013) benzer sonuçlar tespit etmişlerdir.

Analiz sonuçları çoğu modelde satış istikrarı ve gelecekte beklenen talep düzeyini temsilen çalışmada kullanılan *SATIŞBÜYÜMESİ* değişkeninin, firma yatırımlarını pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuçlara dayanarak satış istikrarı olan ya da gelecekte beklenen talebin olması durumunda, diğer bir ifadeyle firmaların satışlarından sağlayacakları nakit akışlarına güvenerek yatırımlarını artırdıkları söylenebilir. Benzer yönde bulguyu Wang vd. (2014), Badertscher vd. (2013), Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012) çalışmalarında tespit etmişlerdir.

Bütün model sonuçları firma büyüklüğünü temsil eden *BÜYÜKLÜK* değişkeninin firma yatırımlarını negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bu sonuçlar büyük firmaların optimal büyüklüğe ulaştıklarından daha az yatırım yaparken, küçük firmaların ise aksine optimal ölçek büyüklüğünün avantajından yararlanmak adına daha fazla yatırım yaptıkları şeklinde değerlendirilebilir. Şöyle ki optimal büyüklüğe ulaşan firmalar optimal üretim miktarında ölçek büyüklüğünden yararlanarak daha düşük birim maliyetle üretim yapma fırsatına sahiptirler. Bu fırsatı değerlendirmek isteyen firmaların daha fazla yatırım yapması beklenebilir. Henüz ölçek ekonomisine sahip olmayan firmaların daha fazla yatırım yapması rasyonel bir davranış olarak karşımıza çıkmaktadır. Benze bir ilişkiyi Badertscher vd. (2013), Gulen ve Ion (2013), Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012) çalışmalarında tespit etmişlerdir.

Bütün model sonuçları firmanın sermaye yapısını temsil eden *KALDIRAÇ* değişkeninin firma yatırımlarını negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Elde edilen bu bulgu, kaldıraç ve dolayısıyla finansal riski yüksek olan firmaların yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda daha ihtiyatlı davrandıklarını gösterir niteliktedir. Optimal sermaye yapısına ulaşmış firmaların daha fazla borçlanarak yatırım yapması durumunda kaynak maliyeti artmakta ve hisse başına karlar düşmektedir. Bu olumsuz durum firmanın kaldıraç olumlu etkisinden yararlanamadığı anlamına gelmekte ve dolayısıyla kaldıraç olumsuz etkisinin söz konusu olmasına yol açabilmektedir. Bu noktadan hareketle borçlanma düzeyi yüksek olan firmaların ya da diğer bir ifadeyle öz kaynak yerine daha fazla borç kaynakla mevcut yatırımlarını finanse eden firmaların yeni yatırımlarında borç kaynağı yoğun bir şekilde kullanmaları yatırımın verimini düşürebilir. Bu beklenti örneklem kapsamındaki bu firmalarda söz konusudur. Benzer bir bulguyu Wang vd. (2014), Badertscher vd. (2013) ve Durnev (2012) çalışmalarında tespit etmişlerdir.

Hiçbir modelde firmaların nakit politikalarının bir ölçüsü olarak çalışmada kullanılan *NAKİTTUTUMU* değişkeni ile firma yatırımları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Bu bulgu bünyesinde daha fazla nakit kaynak tutan firmaların daha az yatırım yapabileceği yönündeki beklentinin karşılanmadığını göstermektedir.

#### **4. Sonuç**

Analiz sonuçları politik belirsizliklerin firma yatırımlarını negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediğini göstermektedir. Bütün modellerde *SEÇİM*, *SEÇİM2009* ve *SEÇİM2011* değişkenleriyle firma yatırımlarını temsilen kullanılan aktif büyüme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, bu anlamlı ilişki *SEÇİM2010* ile tespit edilememiştir. Bu sonuçlara göre firma yöneticilerinin 29 Mart 2009 tarihinde yapılan genel mahalli idareler seçimini, 12 Haziran 2011 tarihinde yapılan milletvekili genel seçimini bir politik belirsizlik kaynağı olarak algıladığı söylenebilirken; 12 Eylül 2010 tarihinde yapılan anayasa değişikliği referandumunu ise politik belirsizlik ölçüsü olarak algılamadığını, yatırımcı açısından referandumun genel ya da yerel seçim havasında geçmediğini söylemek mümkündür. Bu sonuçtan yola çıkarak seçim dönemlerinde yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda daha ihtiyatlı davrandıklarını ve seçimle ilgili belirsizliğin ortadan kalkana kadar firmaların yatırım kararlarını ertelediğini, ya da azalttığını söylemek mümkündür. Bu bulgu politik belirsizlik hipotezini doğrulamaktadır. Bulgu ayrıca, Bernanke (1983)'nin "kötü haber prensibi" ile de uyumludur. Şöyle ki,

belirsizlik yatırım için beklemenin değerini artırır. Belirsizlikte meydana gelecek bir artış eğer kötü bir sonuç ortaya çıkma ihtimali varsa şimdiki yatırımlarda bir azalma meydana getirecektir. Bloom vd. (2007) ve Julio ve Yook (2012)'nin iddia ettiği üzere yatırım kararları geri dönülemez olunca, belirsizlik firmaları daha tedbirli yapmakta ve firmaları "bekle ve gör" stratejisine yönlendirmektedir, dolayısıyla yatırım fırsatlarına olan yatırım hassaslığını azaltmaktadır yünündeki iddiayı da doğrulamaktadır. Bu olumsuz etki bütün alternatif yatırım modellerinde tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle seçim dönemlerinde firmalar toplam aktiflerini, maddi duran varlıklarını, duran varlıklarını ve stok yatırımlarını azalttığı söylenebilir. Bu bulgu; Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012) 'in bulgularıyla örtüşmektedir. Benzer bulguyu Gulen ve Ion (2013) seçimler yerine, politik belirsizlik endeksini kullanarak tespit etmişlerdir. Bu analiz sonuçları ayrıca politik belirsizlik ölçüsü olarak modele eklenen *POLRISK* primi ile firma yatırımları arasında pozitif ve %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çalışmada ayrıca kullanılan politik risk primi endeksinin artmasının ülkedeki politik riskin düşük olduğunu gösterdiği noktadan hareketle, bir ülkede politik riskin artmasının o ülkedeki firma yatırımlarının azalacağına işaret olduğu söylenebilir.

Çalışmada yatırım ve büyüme fırsatına sahip firmaların daha fazla yatırım yaptıkları, karları istikrarlı bir eğilim göstermeyen firmaların yatırımlarını azalttıkları, karlılığı yüksek olan firmaların daha fazla yatırım yapma eğiliminde oldukları, satış istikrarı olan ve firmaların satışlarından sağlayacakları nakit akışlarına güvenerek yatırımlarını artırdıkları, büyük firmaların optimal büyüklüğe ulaştıklarından daha az yatırım yaparken, küçük firmaların ise aksine optimal ölçek büyüklüğünün avantajından yararlanmak adına daha fazla yatırım yaptıkları, kaldırıcı ya da finansal riski yüksek olan firmaların yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda daha ihtiyatlı davrandıkları yönünde bir bulguya ulaşılmıştır.

Politik faktörlerin reel ekonomi, varlık fiyatları, sermaye piyasası ve finansal risk ile ilişkisi üzerine çok sayıda çalışma bulunmasına rağmen, çok az sayıda çalışma politik belirsizliklerin firma yatırım kararlarına etkisini firma bazında incelemiştir. Bu araştırmanın literatüre bir kaç katkısı şu şekilde ifade edilebilir: Ulaşabildiğim kadarıyla Türkiye için politik belirsizliklerin firma yatırım kararlarına etkisi üzerine firma bazında inceleyen çalışma bulunamamıştır. Bu çalışma ulusal seçimler çerçevesinde politik belirsizliklerin firma bazında yatırım kararlarını nasıl etkilediği yönünde literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Bundan sonra politik belirsizliği bir endeks ile ölçerek, politik belirsizliğin firma yatırımlarına etkisi, banka sahiplik yapısının da dikkate alınarak banka performanslarına etkisi incelenebilir. Ayrıca, firmaların politik bağlantılarının seçim dönemlerinde ya da politik belirsizlikle olan etkileşiminin finansal performansına etkisi incelenebilir.

## **Kaynaklar**

Abel, A. B. & Eberly, J.C. (1996). Optimal Investment with Costly Reversibility, Review of Economic Studies, 63, 581-593.

- Badertscher, B., Shroff, N. & White, H.D. (2013). Externalities of Public Firm Presence: Evidence From Private Firms Investment Decisions”, *Journal of Financial Economics*, 109, 682-706.
- Baker, S.R., Bloom, N. & Davis, S.J. (2013). Measuring Economic Policy Uncertainty. Chicago Booth Paper No. 13-02.
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment, *Quarterly Journal of Economics*, 98, 85– 106.
- Bialkowski, J., Gottschalk, K. & Wisniewski, T.P. (2008). Stock Market Volatility around National Elections. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1941–1953.
- Bloom, N., Bond, S. & Reenen, J.V. (2006). Uncertainty and Investment Dynamics, *Review of Economic Studies*, 74, 391–415.
- Boutchkova, M., Doshi, H., Durnev, A. Molchanov, A. (2012). Precarious politics and return volatility, *Review of Financial Studies* 25, 1111–1154.
- Ding, S., Guariglia, A. & Knight, J. (2013). Investment And Financing Constraints in China: Does Working Capital Management Make A Difference?, *Journal of Banking & Finance*, 37, 1400-1507.
- Durnev, A. (2012, January). The Real Effects of Political Uncertainty. Unpublished working paper. University of Iowa.
- Gulen, H. & Ion, M. 2013. Policy Uncertainty and Corporate Investment. Purdue University Mimeo.
- Hartman, R. (1972). The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment. *Journal of Economic Theory*, 5, 258–266.
- Hausman, J. A. (1978). “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Hausman, J. A. & Taylor, W. E. (1981). ‘Panel Data and Unobservable Individual Effects’, *Econometrica*, 49(6), 1377–1398.
- ICRG (2013). Erişim Tarihi: 12.06.2013, [http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx#CompRiskRating](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx#CompRiskRating)
- Julio, B. & Yook, Y. (2012). Corporate Financial Policy Under Political Uncertainty: International Evidence from National Elections, *Journal of Finance*, 67, 45–84.
- Mei, J. & Guo, L. (2004). Political Uncertainty, Financial Crisis, and Market Volatility. *European Financial Management*, 10, 639–57.
- Munoz, F. (2013). Liquidity and Firm Investment: Evidence for Latin America, *Journal of Empirical Finance*, 20, 18-29.
- Wang, Y., Chen, C.R., & Huang, Y.S. (2014). Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227-243.

*Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICAFR 16 Özel Sayısı*  
*Int. Journal of Management Economics and Business, ICAFR 16 Special Issue*

Wu, X. & Yeung, C.K. (2012). Firm Growth Type and Capital Structure Persistence.  
*Journal of Banking & Finance*, 36, 3427–3443.