

T.C.
Mersin Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Ana Bilim Dalı

TÜRKİYE'DE İHRACAT YAPAN FİRMALARIN FİNANSMAN
YÖNTEMLERİ: BANKACILIK KANALI VE/VEYA SERMAYE
KANALI AÇISINDAN İNCELEME

Yıldız GÜNDOĞDU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin,2009

T.C.
Mersin Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Ana Bilim Dalı

TÜRKİYE'DE İHRACAT YAPAN FİRMALARIN FİNANSMAN
YÖNTEMLERİ: BANKACILIK KANALI VE/VEYA SERMAYE
KANALI AÇISINDAN İNCELEME

Yıldız GÜNDOĞDU

Danışman
Doç. Dr. Süleyman DEĞİRMEN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin,2009

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın her aşamasında yardımlarını hiç esirgemeyen, yapıcı eleştirileriyle beni yönlendiren değerli tez danışmanım Doç.Dr. Süleyman Değirmen hocama sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Çalışma aşamasında desteklerini esirgemeyen babam Şeyhmus Gündoğdu ve annem Suna Gündoğdu'ya ayrıca teşekkür ederim.

Ayrıca, yüksek lisans öğrenimim boyunca eğitimimde emeği geçen Doç.Dr. Ahmet Şengönül, Doç.Dr. İsmail Tuncer, Yrd.Doç.Dr. Semiha Aytemiz ve Yrd. Doç.Dr. Metin Altıok hocalarıma teşekkür eder, çalışmamın konuyla ilgilenenlere yararlı olmasını dilerim.

Yıldız GÜNDOĞDU

ÖZET

Sermaye yapısıyla ilgili kararlar finans literatüründe geniş yer almaktadır. Bu çalışma ihracatçı firmaların finansman kararlarının oluşumunu, Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisi ile ilişkili olarak açıklamaya çalışmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisinde firmalar iç kaynaklarını dış kaynaklarına tercih etmektedirler. Eğer dış kaynağa ihtiyaçları var ise, teoriye göre, borç kullanımını hisse senedi ihraç etmeye tercih etmektedirler.

Bu çalışmada Türkiye’de 1997-2008 yılları arasında yer alan birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşu arasında yer alan firmaların ihracat/toplam satış, kısa vadeli banka kredileri büyüme oranı, uzun vadeli banka kredileri büyüme oranı, sermaye büyüme oranları arasındaki ilişki “panel koentegrasyon” analizi ile incelenmektedir. Analiz döneminde kesintisiz olarak birinci ve ikinci 500 kuruluş arasına giren firmalar tespit edilerek dengeli bir panel oluşturulmuş ve analiz bu firmalardan elde edilen veriler dikkate alınarak yapılmıştır. Ele alınan serilerde birim kök olup olmadığı Im-Peasaran-Shin testi ile analiz edilmiştir. Son olarak panel koentegrasyon analizi gerçekleştirilmiştir. 1997-2008 yıllarında yıllık verilerin kullanıldığı çalışmanın sonucuna göre veriler arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: İhracatın Finansmanı, Finansal Hiyerarşi, Panel Koentegrasyon

ABSTRACT

Decisions about the structure of capital have a large scale in finance literature. This study is related to the theory Pecking Order, one of the explanations concerning the financing decisions formation of export firms. In the Pecking Order Theory, firms prefer internal to external funds, and debt to equity if external funds are needed.

In this study the relation between export/total sales, the growth rate of short run bank credit, the growth rate of long run bank credit, the growth rate of equity of firms that are ranked among the first and second 500 industrial firms in Turkey for the 1997-2008 period is analysed by “panel cointegration” method. A balanced panel is formed by considering firms that take their places in the first and second 500 industrial firms for the mentioned period. In the series used, existence of unit root is tested by Im-Peasaran-Shin test. Finally, panel cointegration process is implemented. The result of empirical study indicate that there is a significant long run relationship between mentioned variables in Turkey for annual data from 1997 to 2008.

Key Words: Finance of Export, Pecking Order, Panel Cointegration

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	vii
TABLolar LİSTESİ	viii
ŞEKİL LİSTESİ	x
EKLER LİSTESİ	x
GİRİŞ	1
I.BÖLÜM FİNANSMAN (SERMAYE) YAPISI TEORİLERİ.....	5
I.1. Modigliani ve Miller Teoremi.....	5
I.2. Dengeleme (Trade Off) Teorisi.....	7
I.3. Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisi.....	9
II. BÖLÜM FİNANSMAN KARALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	13
II.1. Finans Sistemi.....	14
II.1.1. Finans Sisteminin Genel Yapısı ve İşleyişi.....	14
II.1.2. Finans Sisteminin Fonksiyonları.....	17
II.1.2.1. Finansal Sistemde Bankaların Üstlendiği Fonksiyonlar.....	17
II.1.2.2. Finansal Sistemde Sermaye Piyasalarının Üstlendiği Fonksiyonlar.....	18
II.1.3 Finans Sisteminde Kamu Kesiminin Varlığı.....	20
II.1.4. Finansal Sisteminin Banka Merkezli Veya Sermaye Piyasası Merkezli Olması.....	22

II.1.5. Finans Sisteminin Gelişmesi ve Derinleşmesi.....	23
II.2. Finansal Liberalizasyon.....	26
II.2.1. Finansal Liberalizasyonun Teorik Açıklaması.....	27
II.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Liberalizasyon Deneyimleri.....	32
II.2.2.1. Faiz Haddi ve Tasarruf.....	32
II.2.2.2. Kaynak Tahsisinde Etkinlik.....	32
II.2.2.3. Sermaye Piyasası ve Kaynak Tahsisi.....	33
II.3. Makro Ekonomik Değişkenlerdeki Değişmeler: Enflasyon, Para Arzı, Reel Döviz Kuru, Reel Faiz Oranı.....	34
III. BÖLÜM TÜRKİYE’DE İHRACATA DAYALI SANAYİLEŞME POLİTİKASI UYGULANMASININ FİRMALARIN FİNANSMAN KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ.....	
III.1. Türkiye’ de Finans Sisteminin Gelişimi.....	38
III.2. Türkiye’ de İhracata Dayalı Sanayileşme Politikaları ve Firmaların Finansman Kararları.....	43
III.2.1. 1980- 1989 Dönemi.....	43
III.2.2. 1989- 2000 Dönemi.....	44
III.2.3. 2000- 2008 Dönemi.....	47
III.3. Türkiye’ de İhracatın Gelişimi, Firmaların Sermaye Kanalı ve Banka Kanalı Yoluyla Sağladığı Fonlar.....	56
III.3.1. Türkiye’ de İhracatın Gelişimi.....	56
III.3.2. Türkiye’ de Firmaların Sermaye Kanalı Yoluyla Sağladığı Fonlar.....	58
III.3.3. Türkiye’ de Banka Kanalı Yoluyla Sağlanan Fonlar.....	59

IV. BÖLÜM TÜRKİYE’DE İHRACATÇI FİRMALARIN FİNANSMAN

KARARLARINA YÖNELİK EKONOMETRİK UYGULAMA (1997-2008).....	60
IV.1. Ekonometrik Metodoloji.....	60
IV.1.1.Im-Pesaran-Shin (IPS) Panel Durağanlık Testi	61
IV.1.2. Pedroni Panel Koentegrasyon Testi.....	61
IV.2. Uygulama Aşaması.....	64
SONUÇ	78
KAYNAKÇA	81
EKLER	

KISALTMALAR LİSTESİ

MM	Modigliani ve Miller
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TSPKAB	Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu Aracıları Birliği
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
MB	Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ADF	Augmented Dickey-Fuller
PP	Philips-Peron
LLC	Levin-Lin-Chu
KVB	Kısa Vadeli Borç
UVB	Uzun Vadeli Borç

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Para Politikasının Sermaye Piyasası Kanalı Üzerindeki Etkisi.....	37
Tablo 2: Para Politikasının Banka Kanalı Üzerindeki Etkisi	37
Tablo 3: Enflasyon Göstergeleri ve Büyüme Göstergeleri (2002-2005).....	54
Tablo 4: Enflasyon Göstergeleri ve Büyüme Göstergeleri (2006-2008).....	55
Tablo 5: Ekonominin Dış Ticarete Açıklığı.....	56
Tablo 6: Geniş Ekonomik Grupların Sınıflamasına Göre İthalat.....	57
Tablo 7: Firmaların Hisse Senedi İşlem Hacmi.....	58
Tablo 8: Hisse Senedi Borsada İşlem Gören Firma Sayısı (1989-2008).....	58
Tablo 9: Bankaların Toplam Kredi/ Toplam Aktif Oranı (1988-2007).....	59
Tablo 10: X/ Toplam Satış Serisi ADF VE PP Birim Kök Test Sonuçları	65
Tablo 11: KVB Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Test Sonuçları.....	66
Tablo 12: UVB Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Test Sonuçları.....	68
Tablo 13: Sermaye Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Test Sonuçları.....	70
Tablo 14: X/Toplam Satış Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu.....	73
Tablo 15: D (X/Toplam Satış) Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu.....	73

Tablo 16: KVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin	
Panel Birim Kök Testi Sonucu.....	73
Tablo 17: UVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin	
Panel Birim Kök Testi Sonucu.....	74
Tablo 18: Sermaye Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin	
Panel Birim Kök Testi Sonucu.....	74
Tablo 19: D(X/Toplam Satış), KVB Buyume Oranı, UVB Buyume Oranı, Sermaye Buyume Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu.....	75
Tablo 20: D(X/Toplam Satış) Ve KVB Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu.....	76
Tablo 21: D(X/Toplam Satış) Ve UVB Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu.....	76
Tablo 22: D(X/Toplam Satış) Ve Sermaye Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu.....	77

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Katı Finansal Hiyerarşi Şeması.....	10
Şekil 2: Esnekleştirilmiş Finansal Hiyerarşi Şeması.....	12
Şekil 3: Finansal Sistemin İşleyişi.....	16
Şekil 4: Türk Finans Sektörü.....	39

EKLER LİSTESİ

EK 1: Tez Verileri

EK 2: ADF ve PP Bireysel Birim Kök Testleri

EK 3: Im-Pesaran-Shm Panel Birim Kök Test Sonuçları

EK 4: Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

EK 5: Yıllara göre İMKB’de Faaliyet Gösteren Firma Sayıları

GİRİŞ

Günümüz dünya ekonomisinde küreselleşme olarak adlandırılan hızlı değişim özellikle gelişmekte olan ülkeleri bir rekabet ortamına sokmaktadır. Bu rekabet ortamında ülkeler ekonomik yaşamlarını sürdürebilmek ve büyümek için rekabet ortamının zorunlu kıldığı yeni araçları, modelleri ve tüm bu unsurları kapsayan yeni sanayileşme politikalarını uygulamak durumunda kalmaktadır. Türkiye'de bu amaçla ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikası ile ihracata dayalı sanayileşme politikası olarak iki politika uygulanmıştır.

1960'lı yıllardan 1980'e kadar uygulanan ithal ikameci politikalar sonucunda, ekonominin büyümesi için ihtiyaç duyulan döviz kaynağı sağlanamamış buna bağlı olarak ödemeler dengesinde olumsuzluklarla karşı karşıya kalınmıştır. Bu durum döviz darboğazının aşılabilmesi ve döviz rezervlerinin arttırılabilmesi amacıyla ihracatın arttırılabilmesine yönelik politikaların benimsenmesi sonucunu ortaya koymuştur. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde 1980 sonrasında günümüze kadar serbest piyasa kurallarının işlemeye başlaması ve dünya ekonomisi ile bütünleşmesini sağlamak amacıyla yeni bir politika uygulanmıştır. İhracatı özendirme politikası adıyla da adlandırılan ihracata dayalı sanayileşme politikası ekonominin görece olarak üstünlüğe sahip olduğu üretim alanlarında uzmanlaşarak ihracatı arttırmak suretiyle sanayileşmeyi ve bu yolla büyümeyi öngörmektedir.

Ekonomik büyümenin mikro boyutunu incelemeyi amaçlayan çalışma mikro ekonomik büyümenin sağlanmasında ihracatın önemli olduğunu kabul etmektedir. Çünkü ihracat, mikro açıdan firmalar için yerel pazardaki dalgalanmalardan ve yerel rekabetten kaçınmak amacıyla kullanıldığından firmaların büyümelerini sağlanmada öncü rol üstlenmektedir. Bir ekonomide firmaların büyümesi ekonomik büyümenin mikro boyutunu

oluşturmaktadır. Fakat, firmaların büyümesi için finansmana ihtiyaçları vardır. Firmaların ihtiyaç duydukları finansman bankalardan borçlanma yoluyla ve/veya sermaye piyasalarından hisse senedi çıkarılarak özkaynaklarını arttırmaları yoluyla sağlanmaktadır. Firmaların bu iki yoldan hangisini ne oranda kullanarak finansman sağlaması firmaların finansman (sermaye) yapısı kararlarını göstermektedir. Finansman yapısı, firmaların ne oranda borçla ne oranda özkaynakla finanse edildiğini ifade etmektedir.

1950’li yıllardan bu yana firmaların finansman kararları üzerine birçok teori geliştirilmiştir. Ancak bir ekonomide geliştirilen bu teorilerden hangisinin geçerli olacağı bir ekonomideki çeşitli değişkenlere bağlıdır. Firmaların finansman yapısı kararları ülkedeki finans sisteminin banka merkezli veya sermaye piyasası merkezli olmasına, yurt içi ve yurt dışı finans piyasalarından fon sağlama olanaklarına ve makroekonomik değişkenlerde meydana gelen değişimlere bağlı olarak değişmektedir. Firmaların finansman kararlarını etkileyen bu değişkenler temelde ülkenin gelişmişlik düzeyi ile ilişkilidir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki temel farklar, firmaların finansman kararlarını etkilemektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerde finans piyasalarının tam olarak gelişmemiş olması ve bu ekonomilerin tarihsel olarak istikrarsız yapısı ve yasal düzenlemelerin yetersiz olması nedeniyle yatırımcıların risk algılamaları da genellikle yüksektir. Bu nedenle firmaların sermaye piyasalarından kaynak sağlamaları düşük düzeydedir. Ayrıca ekonominin taşıdığı potansiyel risklerin varlığı bankacılık sisteminin yüksek risk primi ile çalışmasına neden olmaktadır. Ekonomide belirsizliğin varlığı nedeniyle gelişmekte olan ülkeler bankalardan daha çok kısa vadeli banka kredileri yoluyla finansman sağlayabilmektedir.

Finans sistemi ile ilgili hukuki çerçevenin güçlü ve güvenilir bir yapıya sahip olduğu ve ekonomilerin tarihsel olarak istikrarlı yapıda olduğu gelişmiş ülkelerde firmalar daha ziyade sermaye piyasalarından uzun vadeli finansman sağlamaktadır. Ayrıca, firmaların bankalarla yakın ilişkilerinin olduğu gelişmiş ülkelerde (Japonya, Almanya) firmaların bankalardan uzun vadeli finansman sağladığı gözlemlenmektedir. Bankalarla ilişkilerin daha bağımsız olduğu gelişmiş ülkelerde bu durum tersi yöndedir.

Dolayısıyla, çalışma gelişmekte olan ülke statüsünde yer alan Türkiye ekonomisinde mikroekonomik büyümenin sağlanmasında önemli rol üstlenen ihracat yapan firmaların finansman yapısı kararlarını çeşitli koşullara bağlı olarak nasıl aldıklarını inceleyerek, firmaların finansman kararlarını alırken hangi teoriye uygun davrandığını araştırmayı amaçlamaktadır. Bu nedenle araştırmanın cevap aradığı temel soru, Türkiye ekonomisinde mikroekonomik büyümeyi gerçekleştirecek olan ihracatçı firmaların büyümelerini sağlayacak finansman kararlarını alırken bankacılık kanalı ve/veya sermaye kanalı ile finansman yöntemlerinin büyüme performansında daha belirgin olduğu sorusudur.

Çalışma başlıca dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde, finans literatüründe firmaların finansman yapılarını açıklayan üç temel teori açıklanmaya çalışılmaktadır. Bu teoriler Modigliani ve Miller Teoremi, Dengeleme (Trade Off) Teorisi ve Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisidir. Bu teoriler ile firmaların finansman yapılarına nasıl ve hangi koşullarda karar verdikleri ortaya konmaktadır. Daha açık bir ifadeyle firma finansmanında banka kanalı ve sermaye piyasası kanalı seçenekleri arasında nasıl karar verildiği açıklanmaya çalışılmaktadır.

Firmalar büyümelerini gerçekleştirebilmek için finansmana gereksinim duymaktadırlar. Gereksinim duydukları finansmanı bankalardan borçlanma yoluyla ya da

sermaye piyasalarından hisse senedi ihraç ederek özsermaye yoluyla sağlamaktadırlar. Ancak firmaların, bu iki yoldan hangisini seçeceği veya hangisini daha ağırlıklı olarak kullanacağı ülke ekonomilerindeki çeşitli faktörlere bağlıdır. Dolayısıyla ikinci bölümde firmaların finansman yapılarını etkileyen faktörlerin finans sisteminin yapısı, finansal liberalizasyon ve makroekonomik değişkenlerdeki değişimler olduğu belirtilmekte ve bu üç faktörün firmaların finansman kararlarını nasıl etkilediği açıklanmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye’de ihracata dayalı sanayileşme politikası uygulanmasında izlenen politikalar açıklanarak bu politikalar sonucu firmaların finansman kararlarında nasıl bir tercihte buldukları belirtilmektedir.

Türkiye’de 1997-2008 yılları arasında IMKB’de faaliyet gösteren birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşu arasında yer alan ihracatçı firmalara ait İhracat/Toplam Satış, Kısa Vadeli Banka Kredilerinin Büyüme Oranı, Uzun Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı ve Sermaye Büyüme Oranı verileri arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki olup olmadığı Panel Koentegrasyon analizi ile son bölümde açıklanmaya çalışılmıştır.

Sonuç bölümünde ise tezin bulguları ve alana getirdiği katkılar değerlendirilmektedir.

1.BÖLÜM FİNANSMAN (SERMAYE) YAPISI TEORİLERİ

Finansman yapısı teorileri, firmaların borç-özsermaye bileşimlerinin nasıl olması gerektiğini ve bu bileşimin hangi değişkenlerden etkilendiğini açıklamaya yönelik teorilerdir. Literatürde konuyla ilgili çok sayıda çalışma bulunmaktadır ve çalışmanın bu kısmında, Modigliani ve Miller'in Teorisi, Dengeleme Teorisi (Trade-off) ve Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order) ele alınmaktadır. Çalışmanın temel aldığı teori ise finansal hiyerarşi teorisidir.

I.1. Modigliani ve Miller Teoremi

Firmaların sermaye yapısı hakkında literatürde yapılmış çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu konuda öncü çalışma Modigliani ve Miller tarafından 1958 yılında yayınlanan "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment" adlı çalışmadır.

Teoriye göre, piyasaların tam etkin olduğu; vergiler, asimetrik bilgi, firma iflası ve piyasa aksaklıkları göz önünde bulundurulmadığında, firmaların yatırım ve sermaye kararlarının ilişkili olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca, sermaye piyasasındaki yatırımcıların aynı beklentilere sahip olduklarını varsayarak firma değerinin tamamen gelecekteki kazançlar tarafından belirlendiğini ve ihraç edilen hisse senetlerinin değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğu ifade edilmektedir (Modigliani ve Miller, 1958:261). Yani, yatırımcılar, firmaların borçlanma yoluyla veya öz kaynakları ile finanse edilmesi seçimlerine karşı kayıtsızdırlar. Onlar için önemli olan, firma tarafından yapılan yatırımların karlılığıdır.

Modigliani ve Miller 1963 yılında hazırladıkları "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction" adlı çalışmada, sermaye yapısıyla ilgili ilk çalışmalarını düzeltmeye yönelik ikinci çalışmalarını yayınladılar. Söz konusu çalışmalarında, firma

vergileriyle ilgili varsayımlar esnetilerek, borç faizi ödemelerinin vergi matrahını azalttığını, borçlanmanın vergi tasarrufu sağlamasından dolayı borçlanmanın özkaynak kullanmaya göre avantajlı bir durum olduğunu ileri sürmektedirler. Bir başka ifade ile, faiz ödemeleri gider olarak gösterilebilmekte ancak karpayı ödemeleri vergiye tabi gelirden indirilememektedir. Söz konusu vergi tasarrufu, borçla sağlanan sermayenin maliyetini düşürmektedir. Dolayısıyla vergi etkisi, firmaların sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermelerini teşvik etmektedir (Modigliani ve Miller, 1963:433). MM'ye göre, bir firmanın değeri eğer yüzde yüz borç kullanılırsa en yüksek düzeye ulaşacaktır.

MM'nin ulaştıkları sonuçlar, yıllar sonra Miller'in 1977 yılında yayınladığı makalesinde gelir vergilerin etkisini ortaya koyarak değişikliğe uğramıştır. Bu yaklaşıma göre, tahvillerden sağlanan gelir genel olarak faiz gelirdir ve kişisel gelir olarak vergilendirilmektedir. Hisse senetlerinden elde edilen gelir ise genellikle karpayı ve kısmen de sermaye kazancı ile sağlanmaktadır. Miller, bütün borç senetlerinden sağlanan gelirin genel olarak faiz geliri olduğunu ve kişisel gelir vergisi olarak hisse senedinden sağlanan gelirlere göre daha yüksek vergi oranlarıyla vergilendirildiğini ifade etmektedir. Bir başka ifade ile uzun vadeli sermaye kazançları, tahvil faiz gelirlerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmekte ve hisse senedi satılınca ve gelir elde edilinceye kadar vergi ertelenmektedir. Hisse senedi getirileri, borç gelirlerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Borçla finansmanın faiz ödemelerinin vergiden düşürülmesi gibi bir avantajı vardır. Ancak hisse senedinden beklenen getiri oranının daha düşük olması sonucunda hisse senedinden sağlanan gelirin vergi avantajı daha fazla olmaktadır. Bu nedenle özsermaye ile finansman daha avantajlı bir konumdur (Myers, 1984:6-8).

Özetle, Modigliani ve Miller firmaların finansman kararlarını ele alırken, borçla finansmanın vergi avantajı sağlamasından dolayı borç ile finansmanı, özkaynak ile finansmana tercih etmelerinin daha doğru olduğunu savunmuşlardır.

I.2. Dengeleme (Trade Off) Teorisi

Dengeleme (trade off) teorisi, borçla finansmanın sağlayacağı (vergi tasarrufu) fayda ile borçla finansmandan kaynaklanan maliyetler (finansal sıkıntı, iflas maliyeti, temsil maliyetleri) arasında denge kurulması fikrine dayanmaktadır. Bu teoriye göre firmalar borçlanmanın sağlayacağı faydaları ve maliyetleri dengeleyecek optimal bir hedef sermaye yapısı belirlemeli ve ilave her bir borçlanmanın avantaj ve dezavantajlarını ölçmektedir (Benito, 2003:9).

Borcun en önemli faydası, faiz ödemelerinin vergiden düşürülmesi ve firma yöneticilerinin firma kaynaklarını karlı olmayan yatırımlara harcamalarının önlenmesi böylelikle temsilcilik maliyetlerini uyumlaştırmasıdır (Benito, 2003:8). Hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan fonları yöneticiler kendi şahsi çıkarları için kullanmalarının olasılığı borç ile finansmana göre daha fazladır. Çünkü, borç sözleşmelerinde kredi verenler, fonlarını geri çağırarak yöneticileri disipline etme gücüne sahiptirler. Ancak hisse senedi yoluyla sağlanan fonlar geri çağrılmayacağı için yüksek derecede temsilcilik maliyeti içermektedir (Greenwald, Stiglitz ve Weiss, 1984:5).

İlave her bir borcun maliyeti ise, finansal sıkıntı ve iflas riskidir. Bu durum firmaların kredi verenlerin isteklerini karşılayamaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bir başka ifade ile finansal sıkıntı, firmaya borç verenlere olan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde zorluk yaşanması veya yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumudur. Bu durumun daha ileriye gitmesi iflas sorununu ortaya çıkaracaktır. Finansal sıkıntı maliyetlerinin oluşma riski, borç düzeyinin yükselmesi sonucunda oluşan vergi avantajı

neticesinde firma değerine olan olumlu etkiyi ortadan kaldırabilmekte ve firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Firmalarda borç kullanımının yükselmesiyle finansal sıkıntı riski yükselmekte ve hissedarlar ile borç verenler artan riskin karşılığında yüksek bir getiri talep etmektedirler. Dolayısıyla borcun maliyeti ve özkaynak (hisse senedi ihracı) maliyeti artmaktadır (Myers, 1977:2-4). Firma, hedeflediği sermaye yapısı doğrultusunda borçlanmanın sağlayacağı faiz ve vergi faydası ile borçlanmanın yaratabileceği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerini dengelemeye çalışmalıdır (Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006:5). Firmanın finansman yapısına karar verilirken borçlanmanın fayda ve maliyetleri değerlendirilerek, borç kullanımının marjinal fayda ve maliyetinin dengelenmesi gerekmektedir.

Dengeleme teorisine göre hedef finansman yapısı firmanın özelliklerine göre değişir. Örneğin, firma büyüklüğü ile borç kullanımı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Büyük firmalar borç piyasalarında güvenilir olan ve daha düşük borç temsilcilik maliyetine sahip firmalardır. Dolayısıyla dengeleme teorisine göre büyük firmalar riski daha iyi dağıttıkları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için daha fazla borç kullanmaktadırlar (Rajan ve Zingales, 1995:13-14).

Karlı firmalar düşük karlı firmalara göre daha fazla vergi giderlerine, daha düşük iflas ihtimaline sahip olduğundan karlılık ile borç kullanımı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Ayrıca karlı firmalar, diğer firmalara göre daha fazla serbest nakit akımına sahiptir bu nedenle, serbest nakit akımlarının fazla olmasından dolayı temsilcilik problemiyle karşı karşıyadır. Bu problem daha fazla borç kullanılarak azaltılabilmektedir. Yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalar daha düşük riske sahip oldukları için borç piyasalarından daha kolaylıkla borç sağlayabilmektedirler (Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006:17).

Büyüme fırsatı yüksek olan firmalar ise, daha riskli oldukları için finansal sıkıntı maliyetleri yüksek olduğundan büyümelerini borçlanma yerine özkaynak ile karşılamaya çalışırlar. Ayrıca, dengeleme teorisine göre, büyük firmaların riski daha iyi dağıtmaları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için büyük firmaların daha fazla borç kullanabileceklerini ifade etmektedir.

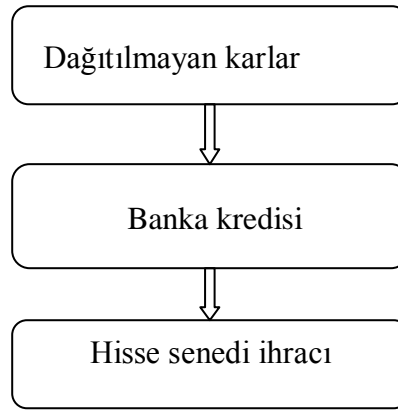
I.3. Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisi

Myers'in 1984 yılındaki "Capital Structure Puzzle" adlı çalışma ile Myers ve Majluf'un 1984 yılındaki "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have" adlı çalışması pecking order teorisini açıklayan önemli çalışmalardır.

Myers ve Majluf (1984), yatırımcıların firma içindeki kişilerden firma varlıklarının değeri hakkında daha az bilgiye sahip olduklarında (asimetrik bilgi) firmanın özsermayesinin piyasa tarafından yanlış fiyatlanacağını vurgulamışlardır. Örneğin iç kaynaklar (dağıtılmayan karlar) ve düşük riskli borçlar düşük değerlendirme gibi bir sorun içermediklerinden projelerin finansmanında özsermayeye (hisse senedi ihraç yoluyla sermaye artırımı) tercih edilecektir. Özellikle sahipliğin tek elde toplandığı firmalar kontrolü kaybetmemek için yeni hissedarları kabul etmede isteksiz olmakta ve faaliyetlerini olabildiğince kendi iç kaynaklarıyla sürdürmeye çalışmaktadırlar. Firmanın dağıtılmayan karları yetersiz ise, firma yönetimi kontrolünü kaybetmeyeceği finansal kaynağa yönelecektir. Bu nedenle firma, finansmanında kısa vadeli borçları tercih etmektedir. Çünkü çoğu zaman bir teminat gerekmemektedir ve herhangi bir sözleşmeye de gerek duyulmamaktadır. Kısa vadeli borçlardan sonra uzun vadeli borçlar ve en son olarak da hisse senedi ihracı tercih edilmektedir (Myers ve Majluf, 1984:15).

Finansal hiyerarşi teorisine göre firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Bu hiyerarşi en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralamasıyla oluşmaktadır. Firmalar satışlarını veya yatırımlarını finanse ettiklerinde ilk tercih edecekleri finansal kaynak firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu düşük riskli kısa vadeli borçlar ve yüksek riskli uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır. Bu hiyerarşi Myers tarafından aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır (Myers, 1984:9).

Şekil 1: Katı Finansal Hiyerarşi Şeması



Finansal hiyerarşi teorisine göre, dış kaynaklarla finansman iç kaynakların kullanımına oranla daha maliyetli hale gelmektedir. Bunun temel nedeni asimetrik bilgi probleminden kaynaklanmaktadır. Finans piyasaları aracılığı ile firmalara fon sağlayan birimler, örneğin kredi kuruluşları, finanse edecekleri yatırım projesi hakkında firma kadar bilgiye sahip olmadıkları için, kredi faizlerini bu bilgi eksikliğinden kaynaklanan riski de karşılayacak düzeyde bir prim ekleyerek belirlemektedir. Ancak bu fiyat, firma için olması gereken maliyetin üstüne çıkmakta, dolayısıyla, ekonomik olarak anlamlı (net bugünkü değeri pozitif) olabilecek bazı yatırımların yapılamaması sonucunu doğurmaktadır.

Teoriye göre bu durum kredi piyasasında olduğu gibi hisse senedi piyasasında da kendini göstermektedir. Firmaların hisse senedi ihracı yoluyla fon toplamaları piyasa tarafından genel olarak olumsuz bir sinyal olarak algılanmaktadır, çünkü piyasa katılımcılarına göre yöneticiler yeni gelecek hisse sahipleri aleyhine mevcut hisse sahiplerini korumaya eğilimlidir ve eğer hisse senedi ihraç etmeye karar vermişlerse bu hisseler değerlerinin üzerinde satılacaktır şeklinde bir beklenti içerisinde olmalarından dolayı firmaların yeni ihraç edilen hisse senetleri düşük değere olacaktır (Myers ve Majluf, 1984:17).

Asimetrik bilgi problemine dayandırılan finansal hiyerarşi teorisi, aynı zamanda asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan ters seçim (adverse selection) ve temsilcilik maliyeti (agency cost) sorunları ile şöyle açıklanmaktadır (Frank ve Goyal, 2005:20).

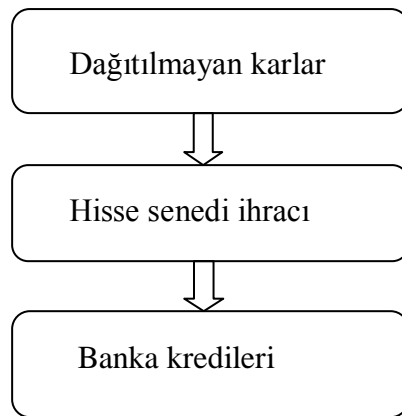
Ters seçim yaklaşımında firma yöneticileri ve sahipleri, firmanın varlıklarının ve büyüme fırsatlarının gerçek değerini bilmektedirler. Dışarıdaki yatırımcılar ise bu değeri sadece tahmin edebilmektedirler. Yöneticilerin hisse senedi satmaya karar vermeleri durumunda dışarıdaki yatırımcılar bu davranışın nedenini araştıracaklardır. Bir çok durumda olması gerekenden yüksek değere sahip bir firmanın yöneticisinin yeni hisse senedi ihracında istekli olacağı tersi durumda ise isteksiz olacağı düşünülecektir. Dağıtılmayan karlar, ters seçim problemi taşımamaktadır. Borç ise düşük düzeyde ters seçim sorunu taşımakta, hisse senedi ihracı yoluyla finansman ise yüksek düzeyde ters seçim problemi taşımaktadır. Bu nedenle firma finansmanı sıralamasında dağıtılmayan karlar ile finansman ilk sırada, borç ile finansman ikinci sırada, hisse senedi ihracı ile finansman son sırada yer almaktadır (Frank ve Goyal, 2005:22-23).

Temsilcilik maliyeti yaklaşımına göre, firmaların borçlanma ya da hisse senedi ihracı yoluyla finanse edilmesiyle yöneticilerin alınan kararlar hakkında yatırımcıları

bilgilendirme zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum yöneticiler ve firma sahipleri tarafından istenmeyen bir durum olduğundan firmalar finansmanlarını sağlarken, dağıtılmayan karları ile finansmanı kredi kullanımı ve/veya hisse senedi ihracı yoluyla finansmana tercih edeceklerdir (Frank ve Goyal, 2005:25- 26).

Finansal hiyerarşi teorisi, dış kaynak kullanımının (banka kredisi ve hisse senedi ihracı) iç kaynak kullanımına (dağıtılmayan karlar) göre pahalı olduğunu savunmaktadır. Dolayısıyla firmalar önce finansman ihtiyacını iç kaynak kullanarak gidermeli, dış kaynak gerektiği durumlarda ise önce borçlanma yolunu seçmesi gerektiğini en son olarak da hisse senedi ihraç ederek finanse edilmesi gerektiği belirtilmektedir. Ancak, finansal sıkıntı ve asimetrik bilgi probleminin olması durumunda firmaların finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında dağıtılmayan karlardan sonra borç yerine hisse senedi ihraç edilerek düşük bir iflas maliyeti ile finansman sağlanabileceği vurgulanmıştır. Bu durum katı hiyerarşinin esnekleştirilmesi bir diğer ifadeyle finansal hiyerarşi teorisinin modife (esnekleştirme) edilmesine olanak tanımaktadır (Myers, 1984:23-24).

Şekil 2: Esnekleştirilmiş Finansal Hiyerarşi Şeması



Firmaların özelliklerine göre borç ya da özkaynak ile finanse edilmesi literatürde geniş olarak tartışılan konulardandır. Finansal hiyerarşi teorisi de firmaların farklı özelliklerine göre borç ya da özkaynak ile finanse edilmesi gerektiğini açıklamaktadır.

Teoriye göre, karlı firmalar finansal fazlaya (artığa, likiditeye) sahiptir. Finansal fazlaları olduğundan borçlanmaya ihtiyaç duymazlar. Fon gereksinimlerini öz kaynaklarından sağlarlar (Şen ve Oruç, 2008:2). Firma büyüklüğü göz önüne alındığında, büyük firmaların asimetrik bilgi problemi daha az olduğundan, küçük firmalara göre büyük firmalar daha düşük özsermaye maliyetine sahip olduklarından özkaynakları aracılığıyla fon temin etmektedirler (Rajan ve Zingales, 1995:8-9; Frank ve Goyal, 2003:38; Akhtar ve Oliver, 2005:14). Firmaların içinde yaratılan serbest nakit akımları, cari karlılığın artmasına ve firma bünyesinde yaratılan iç fonların artmasına neden olacağından firmalar borç kullanımını yerine özkaynaklarını tercih edeceklerdir (Fama ve French, 2000:6). Yüksek büyüme fırsatına sahip firmaların yatırım projelerinin kalitesiyle ilgili dışarıdaki yatırımcılar ve firma yöneticileri arasında asimetrik bilgi problemi bulunduğundan, bu tür firmaların fon gereksinimlerini borçlanma yoluyla karşılamaları gerekmektedir (Fama ve French, 2000:7).

II. BÖLÜM FİNANSMAN KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Firmalar büyümelerini gerçekleştirebilmek için finansmana gereksinim duymaktadırlar. Gereksinim duydukları finansmanı bankalardan borçlanma yoluyla ya da sermaye piyasalarından hisse senedi ihraç edilerek özsermaye yoluyla sağlamaktadır. Ancak firmaların, bu iki yoldan hangisini seçeceği veya hangisini daha ağırlıklı olarak kullanacağı başlıca üç faktöre bağlıdır. Firmaların finansman kararlarını etkileyen birinci faktör; finans sisteminin yapısı yani, (bank based financial system-capital market financial system) finans sisteminin banka merkezli ya da sermaye piyasası merkezli olmasıdır. İkinci

faktör, finansal liberalizasyondur. Üçüncü faktör ise, makroekonomik değişkenlerde meydana gelen değişmelerdir.

II.1. Finans Sistemi

Firmaların finansman kararlarının alınmasında ülke ekonomilerinin finans sisteminin yapısı en önemli faktördür. Finans sistemi, yatırım ve tasarruf kararlarının farklı birimlerce verildiği bir ekonomide dağınık ve küçük miktarlarda bulunan tasarrufları toplamakta ve finans piyasalarındaki fonları, en yüksek getiriye verecek yatırım alternatiflerine finans kuruluşları vasıtasıyla kanalize etmektedir. Ülkedeki fonların etkin bir şekilde kullanımını gerçekleştirme yoluyla ekonomik büyüme ve kalkınmanın oluşumunu sağlamaktadır. Ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması, finans sisteminin gelişmiş olmasına bağlıdır. Çünkü finans sisteminin geliştiği ülkelerde finans piyasasında yaratılan fonların büyük bir kısmı reel sektörde yer alan firmalara aktarılacaktır. Sonuç olarak da ekonomik büyüme ve kalkınma reel sektörün büyümesi vasıtasıyla sağlanacaktır.

Fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşı karşıya gelerek fon transfer işlemlerinin gerçekleştirildiği, finans piyasasındaki kuruluşların ve araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılması finans sisteminin (sektörünün) gelişmişliğini göstermektedir. Finans sisteminin gelişmişliğinin en önemli göstergesi finans piyasasında yaratılan ulusal ve uluslararası tasarrufları reel sektöre aktarma seviyesidir. Bu gösterge aynı zamanda finansal derinleşmeyi göstermektedir. Finans sisteminin geliştiği ve finansal derinleşmenin yüksek olduğu ülkelerin finans piyasalarında yaratılan fonlar reel sektöre uygun koşullu (düşük maliyetli) ve uzun vadeli olarak aktarılmaktadır.

II.1.1. Finans Sisteminin Genel Yapısı ve İşleyişi

Finans sistemi, fonların tasarruf edenlerden yatırımcıya veya nihai kullanıcıya akışını, sahip olduğu araçlar ve finansal kurumlar aracılığıyla sağlayan sistemdir. Bu tanımlamadan anlaşıldığı gibi finansal sistem, finansal piyasalar ile alım satım işlemlerine aracılık eden finansal kuruluşlardan oluşmaktadır.

Finansal sistemin beş temel unsuru vardır. Bunlar (Altay, 2006:2):

1. Fon fazlası olan ekonomik birimler;
2. Fon açığı olan ya da ihtiyacı olan ekonomik birimler;
3. Finansal aracılar (kuruluşlar);
4. Finansal araçlar;
5. Yasal düzenlemeler'dir

1. Fon fazlası olan ekonomik birimler; fonlarını mevcut ekonomik koşulları da göz önüne alarak değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar, gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarına ayırmayıp, bir kısmını da geleceklerini emniyet altına almak için birikim ve yatırıma ayıran hane halkı, firmalar ve devlettir. Kurumsal yatırımcılar ise birikim sahiplerinden toplamış oldukları fonları mali piyasalarda değerlendirmek isteyen sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumlardır.

2. Fon açığı olan ya da ihtiyacı olan ekonomik birimler; genellikle durumlarına uygun finansal araç ihraç etmek suretiyle fon fazlası olan ekonomik birimlerin fonlarını kullanırlar ve sonuçta ihraç ettikleri finansal aracın türüne bağlı olarak onlara ekonomik bir menfaat sağlarlar. Bu ekonomik menfaat örneğin, tahvil için faiz olurken, hisse senedi için kar payı (temettü) olmaktadır.

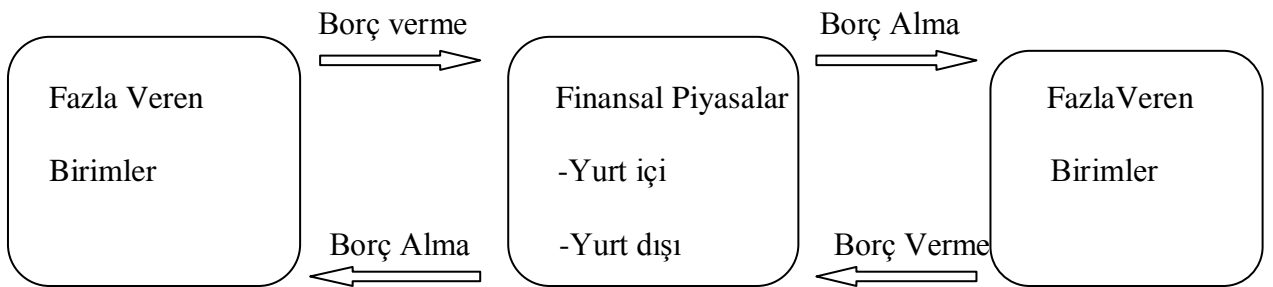
3. Finansal aracılar (kuruluşlar); parasını değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacı içinde olanlar arasında bir köprü görevi görürler. Bunun karşılığında da

yaptıkları işlemin niteliğine ve büyüklüğüne bağlı olarak bir komisyon alırlar. Bir ekonomide finansal aracı kurumların varlığı ekonomide gömüleme eğilimini azaltır. Ayrıca finansal araçlar riski azaltıcı, vade ve miktar ayarlayıcı, fon maliyetlerini düşürücü bazı etkiler yaparak ekonomiye katkı sağlarlar.

4. Finansal araçlar; fonların, fon sunanlardan fon ihtiyacı olanlara aktarılması sırasında sahiplik ve el değiştirme olgusunu kanıtlayacak belgelere ihtiyaç vardır. İşte finansal araçlar, satın alma gücünün aktarılması sırasında, aktarılan fonlar üzerinde bir ortaklık hakkı doğuran ya da alacağı temsil eden yazılı belgelerdir. Finansal piyasada birbirinden farklı özelliklere sahip çok sayıda finansal araç vardır.

5. Yasal düzenlemeler; finans piyasalarının tam bir açıklık ve güven içerisinde işlemesi esastır. Bu nedenle devlet, ekonomi politikaları doğrultusunda hazırlayacağı kanun ve yönetmeliklerle bu piyasaların hukuki çerçevesini belirler, işleyişini düzenler ve denetleme kurumları aracılığı ile piyasaları denetim altında tutar. Böylelikle devlet, finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların doğru bilgi alma hakkı dahil her türlü hakkını korumayı amaçlar.

Şekil 3: Finansal Sistemin İşleyişi



Kaynak: Günal, Mehmet. (2007). *Para, Banka ve Finansal Sistem*, 2. baskı, Ankara, Yeni Dönem

Yayınları, ss. 21.

Finansal piyasalardaki alım satım yapan katılımcılar; hane halkı, özel kesim firmaları, aracı kurumlar ve hükümetlerdir. Bu piyasalara fon sunanlara fazla veren birimler, fon talep edenlere de açık veren birimler denilmektedir. Finans piyasalarının rolü

fazla veren ekonomik birimlerin fonlarını, açık veren birimlere aktarmaktır. Çünkü, tasarruf fazlası olanlar her zaman yatırım yapmak isteyen ve girişim yeteneği olan birimler olmayabilir. Dolayısıyla, fazla fonların yatırımcılara aktarılması için finansal piyasalara ve finans piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi için finansal işlemlere aracılık edecek finansal kuruluşlara ihtiyaç vardır. Ancak, bu yapı ulusal finansal sistemleri için geçerlidir. Uluslararasılaşan finansal piyasalarda, yirminci yüzyılın sonlarına doğru teknolojiye paralel olarak hızlı bir küreselleşme yaşanmıştır. Bu çerçevede, piyasalararası ve ülkeler arası finansal ilişkiler karmaşık hale gelmiştir. Artık yabancı firmalar Türkiye'de (veya başka bir ülkede) fiziki sermaye yatırımı yapabilmekte, menkul kıymet alıp satabilmektedir. Türk firmaları ve vatandaşları da uluslararası piyasalarda işlem yapabilmekte, diğer ülkelerde firma kurabilmekte veya ortak olabilmektedir. Böyle bir durumda, faiz oranları ve döviz kurları önemli değişkenler haline gelmektedir.

II.1.2. Finans Sisteminin Fonksiyonları

Finans sistemi, sermayenin mobilitesini sağlarken reel sektöre bankalar ve sermaye piyasaları vasıtası ile finansal hizmetler sunarak önemli fonksiyonlar üstlenirler. Dolayısıyla, burada bankaların ve sermaye piyasalarının bir finansal sistemde üstlendiği fonksiyonları ayrı ayrı açıklanması daha faydalı olacaktır. Bu nedenle bu alt başlıkta bankaların ve sermaye piyasalarının reel sektörün finansmanını sağlarken ekonomik büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek için üstlendikleri fonksiyonlar aşağıda ele alınmaktadır.

II.1.2.1. Finansal Sistemde Bankaların Üstlendiği Fonksiyonlar

i- Aracılık Fonksiyonu; bankalar ellerinde fon fazlası olan kişi ve kuruluşlar ile faaliyetlerini yürütebilmek için ek kaynaklara gereksinime duyan kişi ve kuruluşlar arasında

aracılık rolü oynarlar. Bu fonksiyonun yerine getirilmesinde bankalar mekan ve zaman farkını gidererek uyumlaştırma sağlarlar.

ii- Kaynaklara Akıcılık Sağlama Fonksiyonu; ulusal ve uluslararası düzeyde bankalar finansal kaynaklara akıcılık sağlarlar. Finansal kaynaklar bir yandan ülke içerisinde, diğer yandan ülkelerarası kaynak fazlası olan yerden fona gereksinim duyan mekanlara doğru bankalar tarafından aktarılır. Bankalar bu fonksiyonla kaynak kullanımının optimal dağılımı ile atıl kaynakların ekonomik faaliyetlere kazandırılması rolünü üstlenirler.

iii- Fonların Vade ve Miktar İtibariyle Niceliklerinin Değiştirilmesi Fonksiyonu; küçük ölçekli ve/ veya kısa vadeli fonların toplanarak büyük ölçekli ve uzun vadeli fonlar haline dönüştürülmesi fonksiyonuyla bankalar ekonomide finansman ihtiyacının karşılanmasında büyük bir açığı kapatırlar. Dolayısıyla bankalar fonların bir yandan vade, bir yandan ölçek değişimi fonksiyonunu üstlenirler.

iv- Kaydi Para yada Banka Parası Yaratma Fonksiyonu; maddi varlığı olmayan, yalnızca bankaların hesaplarına alacak veya borç kaydı düşülmek suretiyle yaratılan bir ödeme aracı olan banka parası ile ödemeler dolaşımının kolaylaşması sağlanmaktadır.

v- Para İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü; bankaların önemli bir fonksiyonu açık ve rekabetçi bir ekonomide para istikrarının sağlanmasında taşıdıkları roldür. Rekabet ortamında faaliyette bulunan bankalar, para politikası araçlarının (reeskont, munzam karşılıklar, açık piyasa işlemleri, kredi sınırlaması gibi) Merkez Bankası tarafından etkin kullanımı ile para istikrarının gerçekleştirilmesinde önemli rol oynarlar. Çünkü para politikası uygulamaları parasal alandaki temel aktör olan bankalar aracılığıyla etkinlik kazanmaktadır.

vi- Sermaye Piyasalarının Gelişmesi Fonksiyonu; Bankalar, menkul kıymet ihraç etme, saklama ve yönetimi işlemlerini doğrudan veya dolaylı biçimde yerine getirirken sermaye

piyasalarının gelişmesine katkıda bulunurlar. Sermaye piyasalarının etkin işlemesi ile bankalar, nihai olarak gelir ve servet dağılımının dengelenmesinde de rol oynamaktadır.

II.1.2.2. Finansal Sistemde Sermaye Piyasalarının Üstlendiği Fonksiyonlar

i- Ekonomiye Kaynak Yaratma Fonksiyonu; piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması için etkin bir piyasanın olması gereklidir. Bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün veya hisse senedi çıkararak borçlanmak isteyen veya hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan firmaların bu piyasadan yararlanması, ve bu şekilde sınırlı kaynakların ekonomik verimliliğe yönelmesi mümkün olabilmektedir.

ii- Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Tabana Yayma Fonksiyonu; borsalar, halka açılmayı ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Etkin piyasalarda çok sayıda yatırımcıya küçük miktarlarda satış yapılarak sermayenin tabana yayılması mümkün olabilmekte ve böylelikle küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olabilmektedir.

iii- Likidite Yaratarak Talebi Arttırma Fonksiyonu; borsalar, daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Menkul kıymetleri her an almak veya satmak mümkün olabileceğinden, menkul kıymetin pazarlanabilirliği, yani likiditesi sağlanmış olur. Bu ortamda mali varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en düşük maliyetle el değiştirir.

iv- Ekonominin Göstergesi Olma Fonksiyonu; borsalarda hergün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte ve bunların fiyatları anlık olarak yayımlanmaktadır. Böylece bu tür menkul değerleri çıkarmış bulunan kuruluşlar, sürekli bir sınav ve değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar. Borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden

firmaların mali bünyeleri, başarıları ve karlılık durumlarıdır. Eğer firma başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi fiyatı da yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar tasarruf sahipleri, yatırımcılar, firma yöneticileri ve iktisatçılar için yararlı bir gösterge olmaktadır. Borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul değer fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişatı hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir.

v- Kurumsallaşma Fonksiyonu; halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlayan firmalar, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde şeffaflık, hesap verme, etik değerlere uyum gibi unsurlar içeren kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmaktadır.

vi- Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma Fonksiyonu; Firmaların gelişme trendleri, borsadaki hisse senedi fiyatlarına yansır. Bir firmanın kaynaklarını etkin olarak kullanamaması ve mali bakımdan zayıflaması halinde borsadaki değeri de düşer. Bu durumda, aynı alanda çalışan diğer sermaye grupları bu firmanın hisselerini toplayarak yönetimi ele geçirebilir ve kaynakların daha verimli olarak kullanılmasını sağlayabilir. Birleşme veya ele geçirme şeklinde adlandırılan bu işlemlerde borsaların sağladığı kolaylıklar büyüktür. “Takeover bid” olarak adlandırılan işlemler sonucu, durumu zayıflayan firmaların hisse senetlerinin, ortaklarına çağrı yapılmak suretiyle toplanması mali çöküntüyü önlemekte ve böylelikle tasarruf sahiplerinin zararları azalmaktadır.

II.1.3 Finans Sisteminde Kamu Kesiminin Varlığı

Fon transferinin gerçekleştirildiği finans sistemde ülke ekonomileri için en önemli problem kamu borçlanmasıdır. Kamu kesimi, finansal sisteme sunulan fon arzının büyük oranlı tüketicisi olduğunda, özel sektörün fon ihtiyaçlarını karşılaması kısıtlanmış ve fon maliyetleri yükselmiş olmaktadır (Altay, 2006:93).

Kamu kesimi borçlanma yoluyla ekonomik büyüme ve kalkınmaya yön vermektedir. Ancak, borçlanma yoluyla ekonomik büyüme ve kalkınmaya yön verilmesi için borçlanmayla birlikte ortaya çıkan ilave fonların öncelikle üretken yatırımlara yönlendirilebilmesi gerekmektedir. Borçlanmanın kronikleşmiş bütçe açıklarının kapatılması, ya da kamu tüketim harcamalarının finansmanında kullanılmak üzere yapılması durumunda, borçlanma büyüme ve kalkınma üzerinde beklenen olumlu etkiyi yapamayacaktır.

Gelişmiş ülkelere göre kişisel gelir düzeyinin ve dolayısıyla tasarrufların düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde devletin kişi ve firmalardan borçlanma olanağı oldukça düşüktür. Bankalardan borçlanma çok daha yoğun başvuru alan bir yöntemdir. Bu ülkelerde merkez bankasından veya ticari bankalardan yapılan borçlanma çoğunlukla bir kaydi para yaratılması ile sonuçlanmaktadır.

Kamu kesiminin, iç borçlanma yöntemleri ile yaratılan ilave kaynaklarla öncelikle toplam harcama düzeyi arttırılmış olurken, bu artışlar yatırım ve üretim miktarındaki artışlarla dengelenmediği ölçüde enflasyonist baskılar söz konusu olmaktadır.

İç borçlanma, kamunun tüketim harcamalarının finansmanında ve mevcut borçların çevrilebilmesinde kullanılması durumunda bir yandan kamunun borç yükü artarken, öte yandan gerek özel yatırımlar için kullanılacak gerekse yeni kamu borçlanmaları için kullanılacak fonlar daha maliyetli hale gelmektedir. Çünkü, gelişmekte olan ülkelerde tasarruflar yetersiz ve atıl fon olmadığından dolayı yeni borç bulmanın tek yolu faizi arttırmak olacaktır. Ayrıca, gelişmiş ülkeler siyasi istikrarın ekonomiye yansımalarının etkisiyle uzun vadeli ve düşük faizle borçlanabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler düşük tasarruf düzeylerinin getirdiği olumsuzlukların ötesinde bir de siyasi istikrarsızlıklara bağlı

olarak gelişen olumsuz beklentilerin etkisiyle kısa vade ve yüksek faizle borçlanabilmektedir (Demir ve Sever, 2008:178).

Özetle, gelişmekte olan ülkelerde, yüksek kamu açığı, yüksek enflasyon ve faize yol açmaktadır. Bu durum özel sektörü olumsuz etkileyerek finans piyasalarından özel sektörün yatırımlarının dışlanmasına neden olmaktadır. Kamunun faiz yükünün artması borç kısır döngüsünün oluşmasına yani devletin borcunu borçla ödemesine neden olmaktadır.

II.1.4. Finansal Sisteminin Banka Merkezli Veya Sermaye Piyasası Merkezli Olması

Finansal sistemlerde reel sektörün finansmanı için iki farklı model kullanılmaktadır. Bu modellerin birincisinde, bankacılık sistemi etkin rol üstlenmektedir. İkinci modelde ise, sermaye piyasaları önplanda bulunmakta ve asli işlevleri üstlenmektedir.

Bankaların tasarrufları (fonları) harekete geçirmede, tasarrufları (fonları) reel sektöre tahsis etmede reel sektörün yatırım kararlarının izlenmesinde, kontrol edilmesinde ve risk yönetimi araçlarını temin etmede anahtar rol üstlendikleri, birinci model banka merkezli- bazlı finansal sistem (bank-based financial system) olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasalarının toplumun tasarruflarını reel sektöre ulaştırmada, reel sektörün risk yönetiminin kolaylaştırılması ve reel sektörün kontrolü fonksiyonlarını yerine getirmede bankacılık sistemi ile birlikte ekonomide öncü rol oynadığı ikinci model ise sermaye merkezli- bazlı finansal sistem (capital market- based financial system) olarak adlandırılmaktadır (Değirmen, Özağ ve Şengönül, 2005:4).

Ekonomilerin finans sisteminin gelişme sürecinin başlarında, finansal piyasalardaki fonların toplanması ve dağıtılmasında birinci model olan banka merkezli finansal sistem etkin rol oynamaktadır. Ekonomilerde finans piyasalarının gelişme süreci tamamlandıkça

banka merkezli finansal sistem yerini, sermaye piyasası merkezli finansal sisteme bırakmaktadır (Oksay, 2000:3). Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde finans sistemlerinin gelişmemiş olmasından dolayı bu ülkelerde bankacılık sistemi etkin rol oynamakta, gelişmiş ülkeler gelişmiş finans sistemlerine sahip olduğundan sermaye piyasaları bu ülkelerin ekonomilerinde etkin rol üstlenmektedir.

Özetlemek gerekirse, bir ekonomide bankacılık sistemi etkin rol oynamakta ise, o ülkedeki firmalar finansmanlarını daha ziyade bankalardan borçlanma yoluyla temin etmektedir. Eğer, ülkede sermaye piyasaları, bankacılık sistemine göre daha etkin rol üstleniyorsa firmalar finansmanlarını büyük çoğunlukla sermaye piyasalarından temin etme yolunu seçmektedir.

II.1.5. Finans Sisteminin Gelişmesi ve Derinleşmesi

Finans piyasasındaki, kuruluşların ve araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılması finans sisteminin (sektörünün) gelişmişliğini göstermektedir. Finans sisteminin gelişmişliğinin en önemli göstergesi finans piyasasında yaratılan ulusal ve uluslararası tasarrufları reel sektöre aktarma seviyesidir. Bu gösterge aynı zamanda finansal derinleşmeyi göstermektedir.

Finans sisteminin gelişmesi ve derinleşmesi için bazı şartların sağlanması gerekmektedir. Söz konusu şartlar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Altay, 2006:23-24)

1. Makroekonomik ve politik istikrarın sağlanması,
2. Merkez bankası para politikalarının ve maliye politikalarının, hazine borçlanma politikalarının ve maliye politikalarının şeffaflığı ve öngörülebilirliği sağlanması,
3. Güvenilebilir alım-satım ve ticareti mümkün kılan bankaların, borsaların, takas, ödeme ve saklama sistemlerinin var olması,
4. Ödemeler sistemini ve likiditeyi destekleyen piyasalarının varlığı,

5. Özellikle sermaye piyasalarının yabancı yatırımcı katılımına açık liberal piyasalar olması.
6. Yatırımcı haklarının korunması ve yatırımcı güveninin sağlanması,
 - Mülkiyet haklarının korunması,
 - Kamuoyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanması,
 - Piyasalarda yatırımcı haklarını ihlal eden ve dürüstlüğü bozan uygulamalara karşı etkin yasal sistemin kurulması,
7. Tasarrufları ve yatırımları caydırmayan bir vergi sisteminin bulunması,
8. Yatırımcılara ulaşma konusunda güçlü, rekabetçi aracı kurum sektörünün yaratılması.

Bu şartların sağlanmasıyla finans piyasasına giren fonlar büyümekte, likidite artmakta, finansal kuruluşların ve araçların çeşitliliği artmakta, firmalar daha kolay ve uygun şartlarda finansman imkanına kavuşmaktadır. Finans piyasalarında yaratılan fonlar bankalar ve sermaye piyasaları vasıtasıyla reel sektöre aktarılmaktadır. Dolayısıyla finans piyasalarının gelişmesi bankaların ve sermaye piyasalarının gelişmesini de kapsamaktadır. Bankacılık sektörünün gelişmişliği toplanan mevduatların krediye çevrilen kısmının büyüklüğüyle anlaşılırken, sermaye piyasalarının gelişmişliği ise borsa kapitilizasyonu olarak adlandırılan reel işlem hacminin büyüklüğüyle anlaşılmaktadır.

Aslı Demirgüç- Kunt ve Vojislav Maksimoviç'in 1995 yılında yaptıkları çalışmalarında 1981- 1990 yılları arasında otuz farklı ülkede faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını ve ülkelere özgü gelişmişlik rakamlarını incelemişlerdir. Çalışmada borsanın kapitilizasyonu, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), kısa ve uzun dönem firma borçları değişkenleri kullanılarak çoklu regresyon modeli yapılmıştır. Tüm firmaların ele alınarak yaptıkları analizde borsanın gelişmişliği ile kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanma

arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Ancak bu ilişki sadece büyük firmalar için geçerli olmaktadır. Ayrıca, bankacılık sisteminin gelişmişliği ile borçlanma arasında pozitif ilişki olduğu vurgulanmaktadır (Demirgüç- Kunt ve Maksimoviç, 1995:23-24).

Sumit Agarwal ve Hamid Mothadi, Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç'in 1995 yılındaki çalışmasından hareketle, 21 ülke ve 1980- 1997 yıllarını kapsayan çalışmalarında sermaye piyasalarının gelişmişliği ile firmaların bankalardan borçlanma düzeyleri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu sonuç hem kısa hem de uzun vadeli borçlanma için geçerli olmasına rağmen vadelere göre etki düzeyinde farklılıklar görülmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmişliğinin kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisinin uzun vadeli borçlanmaya göre daha fazla olduğu ifade edilmektedir (Agarwal ve Mothadi, 2004:16).

Levine tarafından 2003 yılında yayınlanan makalenin sonucunda bankacılık sisteminin büyüklüğü ve sermaye piyasasının likiditesi ile ekonomik büyüme arasında aynı yönde ilişki bulunmaktadır (Levine, 2007:43).

Rajan ve Zingales 1998 yılındaki çalışmalarında çok ülkeli analizlerine birden fazla sanayi dalını katarak ülke içinde sanayi dalı bazında dış finansman kaynaklarına bağımlılığı dikkate alarak mali gelişmişliğin ülkelerin büyümesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Düşük maliyetli dış finansmanın firmaların büyümesine ve yenilerinin kurulmasına olanak tanıyacağı, dolayısıyla, yoğun olarak dış finansmanı kullanan sanayilerin, kullanmayanlara oranla mali gelişmeden daha fazla fayda göreceklerini ileri sürmüşlerdir. Bu çerçevede, dış finansmana daha fazla bağımlı sanayilerin mali olarak gelişmiş ülkelerde daha hızlı büyüyüp büyümediklerini test etmişler ve mali gelişmenin dış

finansmanın maliyetini azaltarak büyüme üzerinde etkili olduğu sonucuna varmıştır (Rajan ve Zingales,1998:585).

Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ve Levine 2004 yılında, Rajan ve Zingales'in 1998 yılındaki çalışmalarından yola çıkarak, mali gelişme ve büyüme arasındaki bağlantıyı sağlayan mekanizmayı açıklamaya çalışmışlardır. Bunun için, incelenen sanayi dallarındaki firmaların büyüklük bakımından kompozisyonlarını dikkate almışlar ve mali gelişmenin, büyük ve küçük firmalardan oluşan sanayilerin büyümesini ve dolayısıyla toplam ekonomik büyümeyi etkileme mekanizmasını irdelemişlerdir. Mali gelişmenin, küçük firmaların büyüme kısıtlarını ortadan kaldırdığını ve böylece küçük firmalardan oluşan sanayilerin büyümesi üzerinde daha fazla etkili olduğu sonucuna varmışlardır (Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ve Levine, 2004:35).

Özgür Aslan ve İsmail Küçükaksoy tarafından 1970-2004 dönemi yıllık verileri kullanılarak Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik boyutu incelenmiş, yapılan Granger nedensellik testleri, Türkiye Ekonomisinde finans büyüme ilişkisinde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru pozitif yönlü bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur (Arslan ve Küçükaksoy, 2006:25).

II.2. Finansal Liberalizasyon

Firmaların finansman kararları üzerinde etkili olan bir diğer faktör finansal liberalizasyondur. Çünkü, finansal liberalizasyon sonucu firmalar hem yurt içinden hem de yurt dışından fon temin etme imkanına kavuşmaktadır.

Finansal liberalizasyon, ulusal finans piyasaları üzerindeki resmi denetimlerin kaldırılması, faiz oranlarının yükseltilerek finansal tasarrufların arttırılması yanında uluslararası sermaye akımlarının serbestleştirilmesi sürecini tanımlamaktadır (Parasız, 1993:38). Finansal libaralleşme, deregülasyon (deregulation) uygulamalarının sonucudur.

Deregülasyon, finans piyasalarında işlem yapma başta olmak üzere, ödünç verme ve borç alma düzeyinde gerçekleştirilen radikal bir değişiklik olup, uluslararası finans piyasalarında ve bu piyasalar arasında farklı finansal kuruluşların önüne işlem kısıtlamaları getiren ve sistemi bozan tüm engellerin kaldırılmasıdır (Altay, 2006:9).

Finansal liberalleşme kavramının teorik dayanağı, Mc Kinnon ve Shaw tarafından geliştirilen “finansal baskı hipotezi” ne dayanır. Bu hipoteze göre, finans piyasalarına yönelik kontrollerin varlığı finansal sistemin baskı altında olmasına ve ekonomide önemli istikrarsızlıklar ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Finansal baskılama politikalarının geçerli olduğu bir ekonomide, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmeyip baskı altında tutulması nedeniyle ortaya çıkacak negatif faiz oranları, tasarruf oranlarının düşmesine ve finansal sistemdeki ödünç verilebilir fon arzında bir daralmaya yol açmaktadır (Demirgüç- Kunt ve Detragiache, 1998:1-3). Bu durum reel sektörün finansman ihtiyacının karşılanmasını zora sokarak, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların baskı altında tutulmasından dolayı ekonomik büyüme için reel sektörün fon ihtiyacı karşılanamamaktadır. Finansal liberalizasyon ile özellikle gelişmekte olan ülkelerde, reel sektörün fon ihtiyacının karşılanarak ekonomik büyümenin sağlanacağını savunmaktadır.

Ayrıca, finansal liberalizasyon uygulamaları ile mevduatın bankalar için tek kaynak olma özelliğini ortadan kaldıracağı, kredi kullanıcıların da alternatif finansman araçlarına yönelmelerini sağlayarak kredi talebini azaltacağı savunulmaktadır. Bununla birlikte firmaların, hükümetlerin ve kamu kuruluşlarının doğrudan tahvil ve/veya hisse senedi ihraç ederek finansman sağlama olanaklarının artması, yatırımcıların teknolojik gelişmeler sonucunda sermaye piyasası araçlarına ulaşabilmelerinin kolaylaşması ile birleşince,

dolaşımda olan sermaye piyasası araçlarının banka kredilerine oranı yükselecektir (Edwards ve Mishkin, 1995:31).

II.2.1. Finansal Liberalizasyonun Teorik Açıklaması

Neo Klasik Teori, finansal liberalizasyona başvurulmasının temelini ödünç verilebilir fonlar teorisinden alan Mc Kinnon-Shaw hipotezine dayandırmaktadır. Bu hipotez, gelişmekte olan ülkelerin literatürde “fakirliğin kısır döngüsü” olarak adlandırılan “düşük gelir-düşük tasarruf-düşük yatırım-düşük gelir” sarmalına sahip olduğunu savunmaktadır (Edward ve Wijinbergen, 1986:143). Finansal liberalizasyon sonucu sermaye kısıtlarının kaldırılması ile ulusal faiz oranlarının arttırılması sonucu gelişmekte olan ülkelere kısır döngü kırılarak, söz konusu ülkelere aşağıdaki sonuçların meydana geleceği ifade edilmektedir.

- Sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akması dünyadaki kaynak dağılımında etkinliği sağlanacaktır.
- Yabancı sermaye iç tasarrufları destekleyerek yatırımları ve büyümeyi teşvik edecektir. İç tasarruflarla ekonomik büyümeye katkıda bulunulması ise dört nedene bağlıdır (Atamtürk, 2007:77).
 - a) Finansal piyasalar geliştikçe küçük tasarruflar sistemin içine çekilir.
 - b) Tasarruflar daha geniş ve çeşitli tasarruf araçlarına sahip olabilirler.
 - c) Finansal piyasaların gelişmesi tasarrufların bireylerden özel sektöre, yavaş büyüyen sektörlerden hızlı büyüyen sektörlerle kaymasına olanak sağlar.
- Dış rekabet sayesinde finansal sektörlerde etkinlik artacaktır.
- Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı yerleşiklere portföy yatırımlarında uluslararası düzeyde çeşitlilik sağlayacaktır.

- Uluslararası finans piyasalarına girişi kolaylaştırarak borçlanmanın maliyeti azalacaktır (Esen, 2000:3).

Özetle, Neo-Klasikler finansal liberalizasyon sonucu ÷lkeye akan dış tasarrufların kısır döngüyü kırarak, gelişmekte olan ÷lkelerin yetersiz olan tasarruflarını arttıracakını, ödünç verilebilir fonların miktarındaki artışa bağlı olarak yatırım, üretim, ihracat hacminin genişleyeceğini ve dolayısıyla ekonomik büyümenin artacağını savunmaktadırlar. Ayrıca finansal liberalizasyonla birlikte yatırımların finansmanı için firmaların iç ve dış kaynak bulma olanağının artacağı görüşündedirler.

Neo- Keynezyen Teori, Neo-Klasik yaklaşımın Mc Kinnon-Shaw hipotezine karşı çıkararak, finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ÷lkeler için ekonomik büyümeyi yavaşlatan bir etki yaratacakını savunmaktadır. Neo Keynezyen'lerin Neo-Klasik iktisadi düşünceye ilk eleştirisi, Mc Kinnon-Shaw hipotezinde ekonomide faiz oranlarının yükselmesi, tasarruf oranlarını arttırarak, reel sektöre kanalize olacak fonların artmasına neden olacaktır ifadesine yöneliktir. Mc Kinnon-Shaw hipotezinde ileri sürüldüğü gibi, ekonomide faiz oranlarının yükselmesi, tasarruf oranlarını arttırarak yatırımlar için gerekli fonların artması sonucunu doğurmayacaktır. Neo Keynezyen yaklaşıma göre, tasarruflar gelirin fonksiyonudur ve faiz oranlarına karşı duyarlı değildir. Düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek ve tasarruflar bundan olumsuz etkilenmeyecektir (Akyüz, 1991:13-17). Ayrıca, tasarruf düzeyinin yükselmesi toplam talebin daralmasına yol açarak ekonomide durgunluğa neden olabilecektir. Gelişmekte olan ÷lkelerde ciddi ölçüde finansal istikrarsızlığın olması nedeniyle, yatırımların finansmanı için gereken kaynakların varlığı yeterli olmamaktadır. Etkili bir fonlamanın yapılamadığında atıl kalan fonlar ekonomik büyüme hızını yavaşlatmaktadır.

Mc Kinnon-Shaw hipotezi, finansal liberalizasyonu tam istihdam varsayımına dayalı ödünç verilebilir fonlar teorisi ile savunurken, tam istihdam varsayımını sorgulayan, Neo-Keynezyen yaklaşım eksik istihdam koşullarında olan bir ekonomide ödünç verilebilir fonlar teorisinin geçerli olmayacağını, dolayısıyla finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkinin gerçekleşmesinin zor olduğu sonucunu savunmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde finans kesimindeki yapısal istikrarsızlıklar ve asimetrik bilgi nedeniyle piyasa etkinliğinin zayıflaması finansal liberalizasyondan beklenen etkinin gerçekleşmesi önünde bir başka engel oluşturmaktadır.

Post-Keynezyen Teori, geleceğin belirsizliğinden hareket ederek yatırımların istikrarsız yapısına vurgu yapmaktadır. Böyle bir yapıda finansal dışa açılmanın getireceği spekülasyon yapma beklentileri değiştirerek yatırım kalitesini düşürecektir. Finansal dışa açılma ile yükselen faiz oranı spekülasyon beklentileri arttıracaktır. Beklentilerin bu yönde değişmesi kredi verenleri fazla getiri ve fazla risk ortamına çekerek kalitesi düşük, yapısı istikrarsız bir yatırım ortamının oluşmasına ortam hazırlamaktadır (Özer, 2006:26).

Yapısalcı Teori, gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlıkları toplumu oluşturan yapılarda (ekonomik, sosyal, kurumsal) aramaktadır. Gelişmekte olan ülkelere özgü yapısal sorunlar bu ülkelerin finansal liberalizasyon uygulamalarında sorunlar yaratabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler her ne kadar iç tasarruf yetersizliği çekip dış kaynağa gereksinim duysalar da, finansal dışa açılma faiz oranlarını yükselterek sermaye elde etmenin maliyetini arttıracığı görüşünü savunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde firmaların fon gereksinimlerini genellikle borçlanma yoluyla finanse ettiklerini, bu nedenle firmaların toplam üretim maliyetleri içinde kredi faiz giderlerinin önemli bir paya sahip olduğunu söyleyen yaklaşıma göre, faizlerdeki yükselmenin ekonomik büyümeyi yükseltmekten ziyade düşürecektir. Çünkü, gelişmekte

olan ülkelerdeki fiyatlama sistemi mark-up (maliyet+ kar) fiyatlama sistemi olması nedeniyle kredi maliyetindeki yükseliş, fiyatların artmasına neden olacaktır. Fiyatlardaki artış, toplam talebin daralmasına ve bunun sonucunda üretimin daralacağı öne sürülmektedir (Agrawal, 2001:2-3).

Bu yaklaşımın bir diğer eleştirisi ise, finansal piyasaların ikili yapılarıyla ilgilidir. Yapısalcı teoriye göre, gelişmekte olan ülkelerdeki resmi finans (formal) piyasaları tabii oldukları karşılık oranları nedeniyle, resmi olmayan finans (informal) piyasaları kadar etkin çalışmazlar. Yapısalcılara göre finansal liberalizasyon sonrası faiz oranları yükseldiğinde fonlar resmi olmayan finans piyasasından resmi finans piyasasına kayacaktır. Ancak, resmi olmayan finans piyasalarının gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde önemli etkileri vardır. Faizlerin yükselmesiyle fonların, resmi finans piyasalarına kayması sonucu ödünç verilebilir fonların miktarı azalacaktır. Bu durum resmi olmayan finans piyasalarında mevduat tabanının daralmasına ve kredi faizlerinin artmasına neden olacaktır. Sonuç olarak ekonomide büyüme yerine, stagflasyonist süreç hızlanacaktır (Agrawal, 2001:3-4).

Sergio Schmukler ve Esteban Vesporoni' nin 2001 yılında Doğu Asya ve Latin Amerika ülkelerindeki firma verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, finansal liberalizasyondan sonra, firmaların borçlanma oranında bir artış olmadığını ancak, borçlanma vadelerinin kısaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca uluslararası sermaye piyasalarına girebilen firmaların finansman seçeneklerinin arttığını ve borçlanma vadelerinin uzadığı görülmektedir (Schmukler ve Vesporoni, 2001:15-16).

Gallego ve Loayza (2001), Şili üzerinde yaptıkları çalışmada finansal liberalizasyonun ardından firmaların mali yapısında ve büyümesinde farklılıklar olup olmadığını araştırmışlardır. Makro düzeyde, daha büyük ve aktif bankacılık sektörünün

varlığı, firmaları, borçlanma vadelerini etkilemese de daha fazla borçla finansmana yöneltirken, daha büyük ve aktif hisse senetleri piyasasının varlığı, hisse senedi ihracı ile finansmanı artırmıştır. Firmaların uluslararası piyasalara açılması, borçla finansmanı artırmakta ve borçlanma vadelerini uzatmaktadır. Sonuç olarak bankacılık ve hisse senetleri piyasası gelişmelerinden firmaların büyümelerini pozitif yönde etkilenmektedir (Gallego ve Loayza,2001:22-23).

Arturo Galindo ve Fabio Schiantarcelli, 2002 yılında Latin Amerika ülkelerinde finansal liberalizasyon sonrası firmaların durumunu araştırmaya yönelik çalışmalarında, bankacılık sektörü dışındaki finansman olanaklarına sahip firmaların kriz dönemlerinde daha az zarar gördüklerini ileri sürmektedir (Galindo ve Schiantarcelli, 2002:18).

II.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Liberalizasyon Deneyimleri

Gelişmekte olan ülkelerin finans alanında dışarıya açılmasının tasarrufların artmasıyla ve kaynak tahsisini iyileştirme yoluyla, hem makroekonomik istikrar üzerinde hem de kalkınma üzerinde olumlu etkileri olacağı öne sürülmüştür. 1980'lerde birçok gelişmekte olan ülke makroekonomik istikrarsızlık ortamında iç ve dış finansal serbestleştirme politikaları uygulamış ve hemen hemen her deneme bir finansal bunalıma yol açmıştır.

II.2.2.1. Faiz Haddi ve Tasarruf

Finansal liberalizasyon faiz haddi idari kararlarla piyasada oluşacak düzeyin altında belirlendiğinde gelir sahiplerinin tasarruflarda bulunmayacaklarını ve yatırımcıları bu kaynaktan mahrum edeceklerini, faiz haddi serbest bırakıldığında ise tersi durumun gerçekleşeceğini öne sürmektedir. Bu politika çerçevesinde birçok gelişmekte olan ülkede faiz hadleri serbest bırakılmış ve reel faiz hadlerinin hiçbir üretken yatırımın karşılayamayacağı kadar fahiş düzeylere yükseldiği görülmüştür.

Birçok gelişmekte olan ÷lkede finansal liberalizasyon politikaları gelirin dñřmekte olduğu bir dönemde ve enflasyonist bir ortamda yapıldığından tasarruf düzeyi düşük kalmıştır. Tasarrufların gelire bağlı olmasından dolayı gelirin dñřtüęü bir dönemde girişilen finansal liberalizasyon uygulamaları tasarruf hacmini yükseltmemiştir. Enflasyonist bir ortamda fon arz edenler tasarruflarını yüksek faizli finansal aktiflere plase etmekte ve faiz gelirlerinin enflasyona denk gelen kısmını da tüketmek suretiyle tasarruf eğilimini negatife indirmektedir (Altay, 2006:91).

II.2.2.2. Kaynak Tahsisinde Etkinlik

Gelişmekte olan ÷lkelerde hem siyasi istikrarsızlıkların hem de makro ekonomik istikrarsızlıkların var olması finans piyasalarında geleceğe ilişkin beklentileri kötüleştiren, risk primini ve faizleri arttıran, büyümeyi olumsuz etkileyen bir durumdur. Finans sisteminde istikrarsızlıkların yaşanmasının temel nedeni ise kamu kesiminin borçlanma gereksinimidir. Düşük tasarruf düzeyinin olduğu ekonomide kamu borçlanmasının ancak ve ancak yüksek faiz düzeyiyle gerçekleştirilebilmesi, yatırımlara yönelmesi gereken fonların faiz geliri elde etmeye yönelmesine neden olmuştur. Bu durum ise büyümenin önündeki en büyük etkidir.

II.2.2.3. Sermaye Piyasası ve Kaynak Tahsisi

Kaynak tahsisi etkinliğini arttırmak için gelişmekte olan ÷lkelere önerilen ve bu ÷lkelerce uygulanan bir başka tedbir de sermaye piyasasını geliştirmektir. Liberal görüşe göre, sermaye piyasası firmalar kesimi için banka kredileri dışında almaşık finansman imkanları çacık, piyasada ortaya çıkacak değerlendirmeler, banka yetkililerinin yapacağından daha etkin bir kaynak tahsisinin gerçekleştirileceği savunulmuştur. Firmaların değişik uzun vadeli ihtiyaçlarına cevap veren finansman seçeneklerini arttırmak yararlıdır. Kamu kesimiyle kredi ve tahvil piyasalarında rekabet etmek zorunda olan reel

sektör firmaları için, sermaye arttırma yoluyla finansman cazip bir imkan olabilir. Ancak, gelişmekte olan sermaye piyasalarında, piyasalara gelen kaynaklar, firmaların ve projelerin uzun vadeli değerlendirilmelerinden çok kısa vadede piyasadaki ruh halinin biçimlendirdiği tahminlere göre tahsis edilmektedir (Berksoy ve Boratav, 1993:87). Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde kaynak tahsisini sermaye piyasasının insiyatifine bırakmak, kalkınma amacı ile bağdaşmamaktadır.

II.3. Makro Ekonomik Değişkenlerdeki Değişmeler: Enflasyon, Para Arzı, Reel Döviz Kuru, Reel Faiz Oranı

Bir ekonomideki makro ekonomik değişkenlerde meydana gelen değişme ve gelişmeler ekonominin temelini oluşturan firmalara finansman kararlarını almasında banka ve/veya sermaye piyasalarını kullanmaları yönünde önemli ipuçları vermektedir. Firmaların finansman kararlarını etkileyen çok sayıda makro ekonomik değişken bulunmaktadır. Özellikle, enflasyon, para arzı, reel döviz kuru ve reel faiz oranları gibi makro ekonomik değişkenlerdeki değişmeler firmaların finansman kararlarını etkileyen en önemli değişkenlerdir.

Enflasyon, bankaların kaynak maliyetlerini arttırarak kredi faizlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte, enflasyon oranlarındaki sık değişmelerin yarattığı ortam içerisinde bankacılık sektörüne yönelen mevduatlar çoğunlukla kısa vadelerde yoğunlaşmaktadır. Mevduatların kısa vadeli olmasından dolayı bankaların dağıttığı kredilerde daha ziyade kısa vadeli olmaktadır. Bankalarca kısa vadeye yöneltilen fonlar, firmalar tarafından talep edilmemektedir. Uzun vadeli kredi böyle bir ortamda çok yüksek bir faiz oranından verilebilmektedir. Çünkü banka, kredi maliyetlerine nominal faizlerdeki oynamaların getirebileceği maliyeti ilave etmek zorunda kalmaktadır (Altay, 2006:104-105). Dolayısıyla yüksek enflasyonun görüldüğü ekonomilerde firmalar bankalardan ancak

kısa vadeli olarak borçlanabilmektedir. Uzun vadeli borçlanabilmeleri ancak daha yüksek bir faiz oranı düzeyinden gerçekleşebilmektedir. Ayrıca enflasyon artışı yerli paranın değerini düşürecektir. Yerli paranın değerinin düşmesi ekonomideki hisse senedi getirisinin ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olacağından firmaların sermaye piyasalarından yararlanamamasına neden olacaktır.

Reel döviz kurunun artması, yerli para biriminin değerinin azalması anlamına gelmektedir. Yerli para biriminin değerinin azalması hisse senedinin getirisinin azalmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle böyle bir durumda hisse senedi ihraç ederek finansman sağlamak yerine firmalar borçlanma yolunu tercih ederler (Albeni ve Demir, 2005:6; Aydemir ve Demirhan, 2009:207-209). Döviz kurlarındaki gelişmeler ulusal para ya da yabancı para ile borçlanma konusunda firmaların seçimini etkilemektedir (Akgüç, 1998:506). Örneğin, döviz kurunun düştüğü dönemlerde yerli para biriminin değeri yüksek olacağından dolayı firmalar yerli para birimi cinsinden borçlanmak yerine dövizle borçlanmayı tercih ederler. Dolayısıyla finansman kararlarını hisse senedi ihraç etmekten dövizle borçlanmaya kaydırırlar.

Ayrıca, reel döviz kurundaki değişiklikler ithalat ve/veya ihracat yapan firmaların hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Reel döviz kurunun artması ile ulusal para değer kaybedecek ve ihracat artacaktır. Bu durum dış ticareti ihracata bağımlı olan ekonomilerde hisse senedi getirilerinin artmasına, dış ticareti ithalata bağımlı olan ekonomilerde hisse senedi fiyatlarının ve getirisinin artacağı savunulmaktadır (Özmen, 2007:521; Durukan, 1997:28).

Faiz oranlarının yüksek veya düşük olması, ekonomideki bütün parasal akımların yönünü, büyüklüğünü, şeklini etkilemektedir. Bu nedenle de son derece önemlidir. Faizlerde yükselme bekleniyorsa, sabit faizle uzun vadeli borçlanma, faizlerde düşme

bekleniyorsa kısa vadeli değişken faizle borçlanma firmalar için uygun olacaktır. Ancak, faiz oranları sermayenin marjinal verimliliğinden daha yüksek ise firmalar asli fonksiyonlarından uzaklaşarak üretim yapmak yerine faiz geliri elde edeceklerdir (Akgüç, 1998:506).

Faiz oranları aynı zamanda firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkiye sahiptir. Faiz oranlarındaki artış, sermaye piyasalarındaki yatırımcıları hisse senetlerinden tahvile yönlendirerek hisse senedi fiyatlarında düşüőe neden olmaktadır. Ayrıca, faiz oranlarındaki artış, finansman maliyetlerini arttırarak, firmaların beklenen kazançlarında düşüőe neden olmaktadır. Bu durum ekonomide durgunluk olacağı beklentisini arttırarak hisse senedi fiyatlarında düşürücü bir etki yapmaktadır (Durukan, 1997: 27).

dır.

Emisyon (para arzı) hacmindeki artış tasarruf ve yatırım amacıyla elde tutulan para da bir artış yaratmaktadır. Bu paraların belli bir kısmının borsaya yönelmesi durumunda hisse senetleri fiyatı artmaktadır. Diğer yandan para arzındaki artışlar toplam harcamaları arttırmakta, harcamalardaki artış firma satış ve karlarında artışa neden olmaktadır. Karın artması firmaların hisse senetlerine talebi arttırmışından dolayı hisse senedi fiyatlarında artış meydana gelmektedir (Albeni ve Demir, 2005:7-8; Durukan, 1999:26-27). Hisse senedi fiyatı artan firmaların değeri yükseldiği için borç geri ödemeleri yükseldiğinden banka kredi miktarı artar. Bu durum firmanın yatırımlarının artmasına ve sonuçta ekonominin büyümesine neden olmaktadır. Ayrıca para arzında bir artış gerçekleştiğinde elde tutulan paranın banka mevduatına yönelmesi durumunda, bankanın kredi hacminde artışa neden olacaktır. Bankanın kredi hacminin artması öncelikle firmaların yatırımların ve ekonomik büyümenin artmasını sağlayacaktır. Para arzının daralması durumunda ise ekonomide tam tersi durumlar gerçekleşmektedir.

Ekonomide para arzı değişmeleri para politikalarının en önemli aracıdır. Bir ekonomide uygulanan para politikası sonucu para arzı değişmektedir. Para arzındaki değişim ekonomideki çeşitli makro ekonomik değişkenlerin durumuna göre firmaların finansman kararlarını alırken banka kanalını veya sermaye kanalını kullanmalarını etkilemektedir. Bu durum aşağıdaki tablolarda kısaca özetlenmektedir.

Tablo 1: Para Politikasının Sermaye Piyasası Kanalı Üzerindeki Etkisi

Para arzı↑, Toplam Harcamalar↑, Firmaların satış ve karları↑, Eğer;

Enflasyon↑, TL↓, Hisse senedi getirisi↓, Hisse senedi fiyatları↓, Firmaların sermaye piyasalarından finansman sağlanması↓
Reel döviz kuru↑, TL↓, Hisse senedi getirisi↓, Hisse senedi fiyatı↓, Firmaların sermaye piyasalarından finansman sağlanması↓
Reel döviz kuru↑, TL↓, İhracat↑, Dış ticareti ihracata bağlı ekonomide hisse senedi getirisi↑, Firmaların sermaye piyasalarından finansman sağlanması↑
Reel faiz↑, Tahvil talebi↑, Hisse senedi fiyatı↓, Firmaların sermaye piyasalarından finansman sağlanması↓

Tablo 2: Para Politikasının Banka Kanalı Üzerindeki Etkisi

Para arzı↑, Banka mevduatı↑, Eğer;

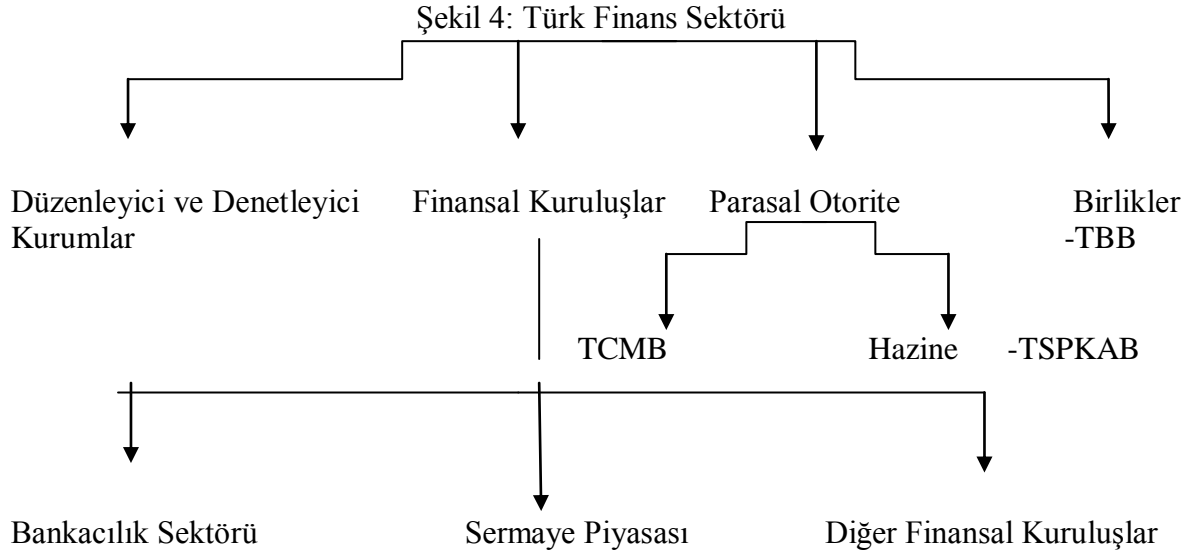
Enflasyon↑, Belirsizlik↑, Banka mevduatları kısa vadeli olacaktır, Bankaların kaynak maliyeti↑, Kredi faizleri↑, Firmaların bankalardan finansman sağlanması↓
Reel döviz kuru↑, TL↓, Firmaların bankalardan finansman sağlanması↑
Reel faiz↑, TL↑, Kredi faizleri↑, Firmaların bankalardan finansman sağlanması↓

III. BÖLÜM TÜRKİYE'DE İHRACATA DAYALI SANAYİLEŞME POLİTİKASI UYGULANMASININ FİRMALARIN FİNANSMAN KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ

Türkiye ekonomisinde 1980 yılından itibaren ihracata dayalı sanayileşme politikası uygulanmaya başlanmıştır. İhracatı özendirme politikası adıyla da anılan bu politikayla ihracat ekonomik büyümenin temel belirleyicisi haline gelmektedir. Dolayısıyla, ihracat özellikle 1980 sonrasında ekonomik büyümenin temel belirleyicisi olduğundan bu bölümde ihracata dayalı sanayileşme politikasının uygulaması açıklanmaktadır. Ayrıca uygulanan politikalar sonucu firmaların finansman kararlarında nasıl değişimler yaşandığı yani, ihracata dayalı sanayileşmenin çeşitli aşamalarında firmaların banka kanalı ve/veya sermaye piyasası kanalından hangisini daha fazla kullandığı açıklanmaya çalışılmıştır. Firmaların banka kanalı ve/veya sermaye kanalını kullanması ülke ekonomisinin finans sisteminin yapısına bağlı olduğundan bu bölüme Türkiye ekonomisinin finans sistemi hakkında bilgi verilerek başlanmaktadır.

III.1. Türkiye' de Finans Sisteminin Gelişimi

Türkiye'de finans piyasaları, batıdaki gibi sanayi ve ticaretin gelişmesine paralel olarak değil, daha çok devletin finansal gereksinimleri yüzünden zoraki bir şekilde gelişmiş ve Cumhuriyetin kuruluşundan 1980'e kadar Türk finans piyasalarının hakim ve temel kurumu ticari bankalar olmuştur. Bu nedenle de finansal araçlarda da bir çeşitlilik yaratılamamış ve temel finansal araç doğal olarak mevduat olmuştur.



Kaynak: Altay, Oğuzhan. (2006). Türk Bankacılık Sistemi, EGE Üniversitesi Yayını, İzmir, ss.21.

1980'den önce finansal piyasaların geliştirilmesi, sermaye piyasası olarak algılanmış ve bunun için çeşitli yasal, mali ve ekonomik çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Ancak, sermaye piyasalarında kurumsal ve hukuksal altyapı açısından yaşanan eksiklikler giderilemediğinden 1980'e kadar sermaye piyasalarının gelişmesi için çok önemli somut bir adım atılamamıştır.

Sanayileşme açısından 1970'li yıllarda, bir sermaye donanımına ulaşan firmaların artık "holding" biçiminde yapılanmaya gittikleri görülmektedir. Böylece sermaye tek elde toplanmaya başlamıştır. Bu süreçte özel ticaret bankalarının büyük bölümü "holding bankası" haline gelmiştir. Holding bankacılığı, bu dönemde özel sektör yatırımlarını hızlandıracağı düşüncesiyle devlet tarafından da teşvik edilmiştir (Aybar ve Lapavitsas, 2001:43). Kamu bankaları ithal ikameci politikalarla belirlenen kalkınmada öncelikli sektörlere kaynak sağlama görevini üstlenmiştir. Özel bankalar ise sisteme girişlerin sınırlı olduğu, faiz ve döviz fiyatı değişmelerinden kaynaklanan risklerin bulunmadığı bir

ortamda negatif reel faizle topladıkları mevduatları arttırmak amacıyla şube bankacılığına yönelmişlerdir (Köne, 2003:238).

1970'lerin sonunda ithal ikameci stratejinin (içe dönük büyümeye dayalı sermaye birikimi) tıkanması ve döviz krizinin açığa çıkmasıyla birlikte, ithal ikameci strateji terk edilerek, sermayenin yeniden yapılanmasını sağlayacak yeni bir birikim modeline geçilmiştir. Bankalar da bu yeni birikime bağlı olarak yeni fonksiyonlar üstlenmeye başlamıştır.

1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisi uluslararası piyasalara açılarak dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmiştir. Önce mal ve hizmet daha sonra da sermaye piyasaları serbestleştirilerek dışa açılmıştır. Bu sürecin tamamında bankacılığın kritik bir yeri olmuştur.

1980 sonrası “yapısal uyum ve dışa açık, piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon” programı finansal kesimdeki reformların da belirleyicisi olmuştur. Finans kesiminde yapılan reformlar ile finans sektörüne derinlik kazandırılmaya çalışılmıştır. Faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasının ve serbest piyasalara daha fazla rol verilmesiyle yatırımlar için gereken kaynakların artması bekleniyordu (Uygur, 1993:16-20). Bir başka deyişle, serbestleşme uygulamaları ile güç kazanacağı öngörülen finans kesimi büyümenin temeli olarak görülmüştür. Dolayısıyla 1980’li yıllar boyunca finans sistemine yönelik önemli kararlar alınmıştır.

Bu önemli kararlardan biri, Aralık 1983’te alınan 28 sayılı ve Temmuz 1984’te alınan 30 sayılı karar ile yetkili kılınan banka ve firmaların yurt dışından borçlanmasına ve yurt dışında döviz pozisyonu tutmasına izin verilmesi ve ayrıca, Türkiye’de yerleşiklere yurt dışında aktif alma ve yurt içinde döviz tevdiat hesabı açma imkanı sağlanmasıdır

(Ekinci, 1998:14). Bir diğ er önemli karar ise, Mayıs 1985’de devlet tahvillerinin periyodik ihalelerle satılmasına başlanmıştır

1983’te kambiyo rejiminde yaşanan serbestleşme bankaların döviz işlemlerine yönelmesine ve yurtdışından kaynak bulmalarına imkan sağlamıştır. Bu uygulama ile bankacılık sistemi yurtdışından ucuza borçlanma imkanına kavuşmuştur. 1985’te hazinenin bankalara belli aralıklarla tahvil ve bono satmaya başlaması hazine ile bankalar sistemi arasında çok duyarlı dengeler oluşturulmasına neden olmuştur. Bankaların kamu iç borçlanma kağıtlarını bir yandan disponibl değer (likiditesi yüksek olan ve her an kullanılmaya hazır olan para) olarak tutma zorunluluğ u, öte yandan bu kağıtların karlılıkları bankaların asli fonksiyonları olan kredi vermeden uzaklaşmalarına ve kaynaklarını kamu borçlanmalarında değerlendirmelerine yol açmıştır (Köne, 2003:239-240). Bu dönemde bankalar ellerindeki fonları, geri dönüşleri görece riskli olan krediler yerine, reel getirisi daha yüksek ve risksiz olan kamu kesimi borçlanma kesimi borçlanma kağıtlarına yönlendirmişlerdir. Böylece bankacılık sistemi, kaynaklarını reel sektör finansmanı yerine kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek kazanç sağlamaya yönelmiştir.

Türkiye’ de sermaye piyasalarının gelişimi ise 1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’ nun oluşturulması ile başlamıştır. Bu kanun temel olarak iki hedef doğrultusunda hazırlanmıştır (Altay, 2006:19).

- Sermaye piyasasının güven ve karlılık ortamı içinde çalışmasını sağlamak ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumak,
- Sağlanan güven ve karlılık ortamı içinde mobilize edilen tasarrufları iktisadi kalkınmanın emrine sunmak ve firmaları sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabanını yaygınlaştırmak.

1982-1986 yılları arasında sermaye piyasalarının kurumsal alt yapısı düzenlenmeye çalışılmış ve 1986'da İMKB kurulmuştur. 1986-1989 döneminde kurulan alt yapının sonuçlarının alındığı yıllar olmuştur. Bu dönemde nispeten menkul kıymetlerin kullanımı yaygınlaşmıştır. 1986 ve sonrasında özel kesim menkul kıymetleri daha çok tutulur olmakla birlikte toplam içinde önemsiz bir paya sahiptir.

1989 yılından itibaren uluslararası sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi ve hazinenin merkez bankasından borçlanmak yerine iç borçlanmaya gitmesi ile reel sektör ve bankalar kamu sektörünü fonlamaya başlamışlardır. Artık reel sektörün ve bankaların temel işlevi uluslararası arbitraja dayalı kısa vadeli finansmanı, yurt içinde kamu iç borçlanma senetleri ile değerlendirerek reel kazanç elde etmeye yönelmesi haline dönüşmüştür. Bu durum 2002 yılına kadar bu şekilde devam etmiştir.

2002 yılından itibaren uygulanan güçlü ekonomiye geçiş programıyla birlikte, kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin düşmesi ile, reel faizler ve belirsizliğe neden olan enflasyon düşmüştür. Bu nedenle bankalar ve firmalar kamu kesimini fonlamayı azaltmıştır. Ekonomide makro ekonomik istikrarsızlıkların azaldığı bu dönemde firmalar üretimlerini, yatırımlarını, satışlarını arttırabilmek amacıyla finansmanlarını hem bankalardan hem de sermaye piyasalarından elde etme imkanına kavuşmuşlardır. Ancak 2008 yılından itibaren bankacılık kesiminde Basel II uygulanması sonucu özellikle ekonomide önemli büyüklüğü olan KOBİ'lerin banka kredileri ile finansman gereksinimi zora düşecektir.

1988'den beri uygulanan Basel I'e göre bankalar her yüz liralık nakit kredinin geri ödenmemesi riskine karşı sekiz lira sermaye ayırmaktaydı, dolayısıyla bu uygulama ile bankalar riski ayırıştırılmamaktadır. Banka sermayesinin riske göre hesaplanması gerekliliğine dayandırılan Basel II'ye göre, KOBİ'nin notu düştükçe, bu banka için daha

çok risk taşıdığı için bankanın karşılık olarak daha çok sermaye tutmak durumunda kalması anlamına gelecektir. Firma için ise, yüksek maliyetli kredi alma anlamına gelmektedir. Dolayısıyla KOBİ'lerin 2008'den sonra banka kredisi alması zorlaşacaktır (Aklin ve Okay, 2008:41-42).

III.2. Türkiye' de İhracata Dayalı Sanayileşme Politikaları ve Firmaların Finansman Kararları

III.2.1. 1980- 1989 Dönemi

1980 sonrasında 24 Ocak kararları ile ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikası terk edilerek yerine ihracata dayalı sanayileşme politikası benimsenmiştir. Bu dönemde, kamu açıkları, dış borç yükü ve yüksek enflasyonun olduğu bir ortamda para arzını kısıtlayıcı politikalar uygulamak kolay olmadığından para arzından çok para talebine önem verilmiştir (Günel, 2007:355). Bu nedenle faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faizlerin serbest bırakılmasının amacı tasarrufları arttırmak, dolayısıyla yatırımlar için kaynak yaratmak ve enflasyon oranını da düşürmektir. Para arzını kısıtlayıcı politikalar uygulamak yerine ise, üretim artışıyla uyumlu olarak para arzının artışı sağlanarak enflasyonun bu şekilde kontrol edilmesi sağlanması amaçlanmıştır.

Uygulanan politikalar ile ihracat özellikle 1980-1983 döneminde üç unsura bağlı olarak artış göstermiştir. Bu unsurlar; ihracatın teşvik edilmesi, TL' nin değer yitirmesine yol açan esnek kur rejimi ve ücret maliyetlerinin siyasi ve sosyal mekanizmalarla düşürülmesidir (Yeldan, 2006:93). Böylece yüksek ihracat teşvikleri ve deflasyonist kur politikası altında enflasyonun ılımlı oranlarda sürdürülebilmesi, dış pazarlarda Türk ihracat mallarının artmasını sağlamıştır. Artan ihracat gelirleri ve dış borçlanma olanakları ticaretin serbestleştirilmesi sonucunda artan ithalat talebinin finansmanının kesintiye uğramadan sürdürülebilmesini sağlamıştır.

Ancak 1983 yılından itibaren uygulanan ve enflasyonist gidişi frenleyeceği düşünülen yüksek faiz zamanla tersine dönerek enflasyonu besler hale gelmiştir. 1983 yılından sonra enflasyonun artmasının nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz (Akdiş, 2006:47; Günal, 2007:355).

i-Reel faiz uygulaması bir yandan üst gelir gruplarının tüketim harcamalarını arttırarak talep baskısı doğurmuştur.

ii-Yüksek faizlerin yol açtığı pahalı para, fiyatlar üzerinde bir maliyet baskısının oluşmasına yol açmıştır.

iii-Hızlı parasal büyümenin önüne geçebilmek için izleneceği belirtilen sıkı para politikası ciddiyetle yürütülememiştir. Kamu açıklarının önlenememesi nedeniyle, hazinenin merkez bankası kaynaklarına başvurmasının devam etmesi, parasal genişlemenin başlıca nedeni olmuştur.

Dönemin sonuna gelindiğinde ekonomide yüksek enflasyon artan kamu açıkları ve hızla artan dış borçlar görülmektedir. Bu ortam ekonomik büyümenin finansmanının artık kendi iç tasarrufları ile sürdürülemeyeceği ve ihracata dayalı sanayileşme politikasında sınıra ulaşıldığı anlamına gelmektedir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ihracata dayalı ekonomik büyümenin dış tasarruflar yardımıyla sağlanacağı savunulmuştur.

Firmaların sermaye yapılarını incelendiğinde 1980-1989 arası dönemde, sermaye piyasasının henüz yeni kurulmasından dolayı özel kesimin finansman ihtiyaçlarının daha çok mevduat bankalarından sağlandığı anlaşılmaktadır. Ancak dönemin sonuna doğru yaşanan makroekonomik olumsuzluklar nedeniyle ekonomide bir belirsizlik ortamı oluşmakta ve bu belirsizlik sonucunda sağlanan kredilerin ise daha ziyade kısa vadeli olduğu anlaşılmaktadır.

III.2.2. 1989- 2000 Dönemi

1989 yılı Ağustos ayında alınan 32 sayılı karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamıyla serbestleştirilmiştir. Bu uygulama ile:

- i-Daha liberal bir döviz sistemi oluşturularak diğer finansal piyasalar ile bütünleşmeyi kolaylaştırmak,
- ii- Menkul kıymetlerin yurt içi ve yurt dışında alım-satımının önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak,
- iii-Sermaye hareketlerini serbestleştirerek, bankaların ve firmaların yurtdışından kredi bulmalarına imkan sağlanmak istenmiştir (Akdiş, 2006:473).

Sermaye girişinde yüksek reel faiz önemli bir role sahiptir. Yüksek reel faiz sonucu yaşanan sermaye girişleri aynı zamanda döviz kurları üzerinde aşağı doğru bir baskı oluşturmaktadır. Bu baskı neticesinde, kur artış hızı ile faiz arasında marj artar ve sermaye girişinin daha cazip hale gelmesine neden olmaktadır (Akyüz, 1993:49-62).

Fakat, bu dönemde Türkiye ekonomisinde yüksek reel faiz, aşırı değerli kur politikasının uygulanması ve yüksek enflasyonun yaşanması bankacılık kesiminin fon maliyetinin (yüksek munzam karşılık ve disponibilitate oranı ile tasarruf mevduatı sigorta fonu priminden kaynaklanan maliyetlerin) artmasına neden olmuştur. Bankacılık kesiminin fon maliyetinin artması reel kesiminde kredi maliyetlerinin artmasına neden olmuştur (Günel, 2007:359). Bu nedenle 1990'ların başlarında kamu açıklarının giderek büyümesi ve buna bağlı olarak ihraç edilen yüksek faizli hazine bonoları ve devlet tahvilleri firmaları kolay yoldan para kazanmaya itmiştir. Bunun nedeni ise reel faizlerin sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmasından kaynaklanmaktadır. Böylece reel sektör yatırım yapmak yerine, kamuya borç vererek faiz geliri elde etme yolunu seçmiştir. Kambiyo rejiminde yaşanan serbestleşme bankaların ve firmaların döviz işlemlerine yönelmesine ve

yurtdışından kaynak bulmalarına da imkan sağladığından bankacılık sistemi ve firmalar yurtdışından ucuza borçlanıp içerde devlet iç borçlanma senedi olarak risksiz ve yüksek kazanç sağlamaya başlamışlardır (Afşar, 2004:69).

Özetle, ekonomik büyümeyi dış tasarrufları arttırmak yoluyla sağlayacağı düşünülen finansal liberalizasyon istenilen sonucu gerçekleştirememiştir. Çünkü bu dönemde kamu açıklarını finanse etmek için devlet iç borçlanma senetleri menkul kıymetleştirilmiştir (sermaye piyasalarında satılmıştır). Kamunun kredi ihtiyacını bu şekilde karşılaması reel sektörün sermaye piyasalarından tam olarak yararlanamamasına yol açmıştır. Ekonomide makro ekonomik istikrarsızlıkların varlığı (özellikle enflasyon) bankaların fon maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Doğal olarak da bankalar böyle bir durumda kendilerini orta ve uzun vadeli plasman faaliyetlerinden korumaları gerektiğinden fonları kısa vadeye yönlendirmeleri gerekmektedir Bankalarca kısa vadeye yönlendirilen fonlar, firmalar tarafından yüksek maliyetli olduğundan talep edilmemiştir. Bunun sonucunda hem bankacılık kesimi hem de reel sektör asli fonksiyonlarını yitirerek kamuya risksiz ve yüksek faizli borç vererek enflasyonist ortamın riskinden kendilerini korumuşlardır. Ayrıca, bu dönemde kambiyo rejiminde yaşanan serbestleşme bankaların ve firmaların döviz işlemlerine yönelmesine ve yurtdışından kaynak bulmalarına da imkan sağlamış bankacılık sistemi ve firmalar yurtdışından ucuza borçlanıp içerde devlet iç borçlanma senedi olarak risksiz ve yüksek kazanç sağlamışlardır. Bu durum hem bankaların hem de firmaların açık pozisyonlarının artmasına neden olmuş fakat yerli paranın yüksek oranda değer kaybetmesi, yabancı paranın yerli para karşısında aşırı değerlenmesi durumunda, yani herhangi bir devalüasyon durumunda bankaların ve firmaların zor duruma sürüklenmesine yol açmıştır.

Firmaların finansman yapılarına bakıldığında, 1990-2000 döneminde özel kesim firmalarının kendilerine gerekli finansman kaynaklarını mevduat bankalarından sağlama yoluna gittiği gözlemlenmektedir. Firmaların sermaye kanalı yoluyla finansman yerine banka kanalı yoluyla finansmanı tercih etmesinin en önemli nedeni Türkiye ekonomisinde kamunun sermaye piyasaları aracılığıyla iç borçlanma yoluna gitmesidir. Bunun sonucunda sermaye piyasasında yaratılan fonlar devlet tahvillerine uygulanan yüksek faiz ve kamu güvencesi nedeniyle özel kesime değil de kamu kesimine aktarılmıştır. Yine 1990-2000 yılları arasında banka kredilerinin büyük bir kısmının yine kısa vadeli olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise, ekonomide yaşanan belirsizlik ortamıdır.

Türkiye’de 1999 yılının sonlarına doğru ekonomi %6.1 oranında küçülmüş, enflasyon (TEFE) %70’e ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve taşınmaz noktaya gelmiştir. Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %106’ya ulaşmıştır. Yüksek enflasyon yaşayan Türkiye’nin bu yapısı artık sürdürülemez bir noktaya doğru ilerlemeye başladığından 1999 yılında IMF stand-by’ı desteğinde 2000-2002 yıllarını kapsayacak olan bir enflasyonu düşürme programı uygulanmıştır (Yeldan, 2006:127-130).

III.2.3. 2000- 2008 Dönemi

Bu dönemde büyüme ve kalkınmanın önündeki engelin enflasyon olduğu anlaşılmıştır. Enflasyonun yüksek olması belirsizliği beraberinde getirdiği için, üretimde ve yatırımda kullanılacak olan kaynakların üretken olmayan alanlara yönelmesine, dolayısıyla üretimin azalmasına yol açmıştır. Bu nedenle fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme için önkoşul olduğu anlaşılmıştır. Enflasyon ortamının yarattığı belirsizliğin ortadan kalkmasıyla borçlanma maliyetleri azalacak, bu durum hem yatırım kararlarının alınmasında hem de yatırımların verimli alanlara yönelmesine katkıda bulunacaktır. Fiyat istikrarının sağlanması ekonomik istikrarı beraberinde getirecek, yüksek ve sürdürülebilir

bir büyüme artışının oluşmasına yol açacaktır. Bu nedenle 2000 yılında IMF desteğiyle enflasyonu düşürme programı uygulanmıştır.

2000 yılında IMF desteğiyle uygulanan programın üç temel ayağı vardı: Birinci ayağı bütçe ve bütçe dışındaki kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması, ikinci ayağı yapısal reformların yapılması ve özelleştirmenin hızlandırılması, üçüncü ayağı ise, önceden belirlenmiş sabit kur uygulamasıyla döviz kurlarının belirlenmesidir.

Programın üç temel ayağını aşağıdaki gibi sınıflandırabiliriz (Akdiş, 2006:478; Günal, 2007:370):

1- Bütçe ve bütçe dışındaki kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması

i-Sıkı bir bütçe uygulaması gerçekleştirilecek.

ii-KİT açıkları azaltılacak.

iii-Desteklemeler enflasyon oranında artırılacak.

iv-Bütçe kısmında vergi gelirlerinin artırılmasıyla faiz dışı bütçe yükseltilecek dolayısıyla hazinenin iç borçlanma yükü ve dolayısıyla faizler düşürülecek bu yaklaşımda dış borçlanma iç borçlanma ile ikame edilecektir.

2- Yapısal reformların yapılması ve özelleştirmelerin hızlandırılması :

Kamu finansman açıklarından elde edilecek ilerlemenin kalıcı olmasını sağlamak ve sonuçta kamu açıklarını kapatmaya yönelik olarak yapısal reform ve özelleştirmeler yapılacaktır.

Bu çerçeve de ;

i-Tarım kesimi daha dikkatli desteklenecek.

ii- Elektrik üretim ve dağıtımını özelleştirecek.

iii-Sosyal güvenlik sistemi yeniden gözden geçirilerek.

iv-Özel emeklilik sistemi kurulacak.

v-Bütçe dışı fonlar kapatılarak bütçeye aktarılacak.

vi-Kamu bankaları siyasi yapılandırılmadan arındırılacak.

3- Enflasyonu düşürmeye yönelik kur ve para politikası uygulamak:

i-Önceden belirlenen sabit kur ile döviz kurları belirlenecektir.

ii-Döviz kurları belirlenirken kur politikasının özelliği; 1 ABD doları+ 0,77 euro olarak belirlenen kur sepetinden bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmasıdır. 2001 ortasından itibaren ise döviz kurunun bir band çerçevesinde dalgalanması öngörülmüştür (Günel, 2007:371).

iii-Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla, Merkez Bankası net iç varlık büyüklüğü sabitlenmiş, bilanço genişlemesi net dış varlıklardaki artışa bağlanmıştır. Yarı para kurulu benzeri bu politika, ekonomide likiditenin döviz karşılığı yaratılmasını benimseyerek, Merkez Bankasının kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini sınırlamıştır (Afşar, 2004:121).

Bu çerçevenin temel amacı, tüketici enflasyonunu yapısal reformlarla desteklenen birbirleriyle tutarlı güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eşgüdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7'ye indirmek ve sürdürülebilir bir büyüme oranının sağlanmasıdır. Programın temel hedefi ise, para ve döviz kuru değişmelerinin önceden tahmin edilebilir kılınmasıyla ekonomi üzerindeki belirsizliğin azaltılmasıdır (Yeldan, 2006:165-167).

IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı, etkilerini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS), ortalama bileşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde %103 iken, 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar %40'a kadar inmiştir. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çöpaya bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır (Güloğlu, 2001:2).

Uygulanan program çerçevesinde faizlerde düşüş eğiliminin görülmesi ve kamu kesimi borçlanmasının azalması ile kamu kağıtlarından aşırı faiz gelirlerine dayalı bankacılık ve reel sektör anlayışı bu programla sona ermektedir. Enflasyonun, reel faizlerin ve kamu borçlanma oranının düşmesi reel sektörde bir canlanma yaşanmasına ve finans piyasalarından, üretimlerini arttırmak amacıyla, daha fazla yararlanmalarına neden olmuştur (Günel, 2007:187).

Faizlerin bu kadar hızlı gerilemesi, nedeni ne olursa olsun, enflasyonla mücadele politikası açısından tehlikeli bir gelişime işaret etmektedir. Faizler gerilerse hazine'nin borç yükü düşmektedir, fakat Merkez Bankasının enflasyonla mücadele politikası zedelenmektedir. Normal koşullarda Merkez Bankası'nın buna izin vermemesi gerekirdi. Ama gerek siyasetçinin gerekse toplumun faize bakışı, rantiyeye para aktarımı çerçevesinde olduğu için bu hızlı düşüşün yaratabileceği etkiler göz ardı edilmiştir. Faizlerdeki bu hızlı düşüşün enflasyonla mücadele açısından önemli bir sorun yaratmıştır.

2000 yılı programıyla hedeflenen enflasyon tam olarak tutturulamadı. Fakat, on dört yıl aradan sonra enflasyon %40'ın altına inmiştir. Reel faizler de enflasyonla orantılı olarak düşmüş, döviz kurundaki artış dolarda %25, markta ise % 12'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak, enflasyon oranı ile döviz kurlarının dengede götürülememesi, TL'nin döviz karşısında değerlenmesine ve dolayısıyla ihracatın ithalata göre daralmasına neden olmuştur (Yeldan, 2006:173).

Kasım 2000'de bankaların açık pozisyonlarını kapatmaya uğraşmaları ve yabancılarında yılsonu hesaplarını kapatma çabaları; döviz talebini arttırmıştır. Bu gelişme doğal olarak faizlerin bir miktar yükselmesine neden olmuştur. Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemelerin hız kazanmasıyla bankalar açık pozisyonlarını kapatma yolunda hızlı ve ani davranışlar içine girdiler. Döviz alabilmek için likiditelerini

daha fazla arttırmaya yöneldiler. Likidite talebinin artması ise faizlerin daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirmiştir.

Faizlerde başlayan bu tırmanma yüksek miktarda hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları hızla sıkıntıya sokmaya başlamıştır. Likidite sıkıntısı çeken ve ellerinde hazine kağıtlarını fonlamak zorunda olan bu bankalar büyük kayıplarla karşılaşmaya başladılar. Bu noktada bazı bankaların TMSF'ye alınacağına ilişkin söylentilerin yayılması, bankaların birbirine olan kredi hatlarını iptal etmelerine ya da minimum düzeye düşürmelerine yol açtı. Bu gelişmenin doğurduğu ek likidite daralması, bankaların daha yüksek faizle fon bulmaya razı olmaları sonucunu getirdi ve piyasada en fazla likiditeye ihtiyaç duyan, elinde en fazla hazine kağıdı olan banka sıkıntıya düşmüştür. Kasım 2000 finansal krizi kısa süre sonra reel kesimi de etkilemeye başladı, piyasada ortaya çıkan faiz dalgalanmaları talebin kısılmasına ve reel kesimin satışlarının daralmasına neden olmuştur.

Özetle, enflasyon oranı ile döviz kurlarının dengede götürülememesi nedeniyle TL'nin döviz karşısında değer kazanmış ve sonucunda cari işlemler açığı büyümüştür. Bu durum kasım krizini hızlandıran temel faktör olmasına karşılık, bankacılık sektörünün döviz pozisyonu açıklarının yüksek boyutları krizi şiddetlendiren ve belirgin hale getiren etkenler olmuştur.

Kasım 2000 krizinin ardından IMF' den sağlanan ek rezerv kolaylığı ve TCMB' nin sıkı para politikasına devam etmesi bir ölçüde piyasaları rahatlatmış ve nispi bir istikrar sağlamıştır. Ancak, politikadaki belirsizlik ve reel ekonomide yaşanan sıkıntılar devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Likiditenin aşırı kısılması, faiz oranlarının çok aşırı derecede yükselmesi sonucunda Şubat 2001'de ekonomide yeniden bir kriz yaşanmasına neden olmuştur (Toprak, Demir ve Doğanlar, 2001:101). Kriz sonrası mevcut para

programının ve buna dayalı döviz kuru politikasının uygulanabilirliğinin kalmadığı bu krizle anlaşılmıştır. 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren de kur çapası terk edilerek dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir. Dolayısıyla, enflasyonla mücadeleye yeni politikalarla devam edilmiştir. Yeni politika uygulamaları 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile uygulanmaya başlanmıştır.

IMF desteğiyle uygulanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” aslında 1999 yılında IMF ile yapılan ve 2000 yılında yürürlüğe konulan stand by anlaşmasının uzanan bir çizgisidir. O anlaşmada belirtilen genel strateji değişmemiştir. Temel yaklaşım; yine enflasyonun ortadan kaldırılması, kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve ekonomik büyümenin önündeki yapısal engellerin ortadan kaldırılmasıdır. Fakat bu strateji, kur çapası ile değil parasal büyüklük çapası olan parasal tabanın artış hızının belirli bir düzeyde hedeflenmesi ile sağlanacaktır. Bu stratejiye yönelik kullanılan temel araç ise kısa vadeli (gecelik) faiz oranlarıdır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nda para politikasındaki temel amacı, enflasyonu kontrol altına almak ve gerekli ön koşullar gerçekleştiğinde “açık enflasyon hedeflemesi” uygulamasına geçerek fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiştir (Günel, 2007:374). Fakat, açık enflasyon hedeflemesine geçebilmek için öncelikle örtük enflasyon uygulanması gerekmektedir. Çünkü, enflasyon hedeflemesinde merkez bankalarının kredibilitesi, güvenilirliği, inanılabilirliği önemlidir. Eğer merkez bankasının güvenilirliği düşük ve koyduğu hedeflere ekonomik birimler inanmıyorsa enflasyon hedefinin gerçekleşme şansı yoktur. Bu nedenle, ekonomik birimlerin Merkez Bankasına ve uyguladığı para politikasına güvenmeleri ve inanmaları için süreye ihtiyaçları olduğundan açık enflasyon hedeflemesi yerine örtük enflasyon hedeflemesi uygulanması daha doğrudur. Bu nedenle, Türkiye ekonomisinde 2002’den 2006’ya kadar örtük

enflasyon hedeflemesi uygulanmış 2006'dan itibaren de açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır.

Türkiye ekonomisinin 2006'ya kadar açık enflasyon hedeflemesine geçmeyerek örtük enflasyon uygulamasının başlıca dört nedeni vardır. Bu nedenlerden birincisi, yaşanan krizlerden sonra bankacılık sektörünün yapılandırılmasının devam etmekte olmasıdır (Ersel ve Özatay, 2008:21). İkincisi, ekonomide geçmiş enflasyona dayalı bir fiyatlama alışkanlığının var olmasıdır. Daha açık bir ifadeyle, hedeflenen enflasyonun dikkate alınmaması ve dolayısıyla bekleyişleri şekillendirememesi olasılığının varlığıdır. Üçüncü neden ise, döviz kurlarındaki hareketler enflasyondaki değişimi belirlemede önemli rol oynamasıdır (Kara vd, 2005:1-2). Dördüncü ve en önemli nedeni ise, mali baskınlıktır. Kamu borçlanma gereği çok yüksek düzeyde ve bütçe harcamalarının önemli bir kısmını faiz harcamalarının oluşturmasından dolayı gerçekleşmektedir.

2002 başlarında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi, bazı özellikleri ile açık enflasyon hedeflemesi iken, bazı özellikleri ile örtüktü. Bu rejim açık bir enflasyon hedeflemesiydi. Çünkü, birincisi, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası bu amaç doğrultusunda uygun gördüğü para politikası araçlarını kullanmakta serbestti. İkincisi, enflasyon hedefi yılbaşında kamuoyuna açıklanıyordu. Üçüncüsü, Merkez Bankasının temel politika aracı olan gecelik faiz oranı MB'nin yaptığı enflasyon tahminleri ile hedef arasındaki farka göre değiştiriliyordu. Dördüncüsü, politika faizine ilişkin aldığı her kararın gerekçelerini kamuoyuna bir duyuruyla açıklıyordu. Beşincisi, Merkez Bankası, hem Bakanlar Kuruluna, ve hem de TBMM Bütçe ve Plan Komisyonuna yılda iki kez sunum yaparak hem bilgilendiriyor hem de hesap veriyordu. Son olarak da, Merkez Bankası iletişim politikasını yaygın biçimde kullanıyor ve bu çerçevede eğer hedef alınan enflasyonla uyumlu olmadığını düşündüğü maliye ve gelirler

politikalarını, yapısal reformlardaki gecikmeleri kamuoyu önünde eleştiriyordu (Özatay, 2009:52-54).

Uygulanan rejim başlıca iki nedenden dolayı örtüktü. Birincisi, Para Politikası Kurulu enflasyon odaklı bir ekonomik durum tartışması yapıyor ama faiz kararını almıyordu, karar Kurulun tavsiyelerini de dikkate alınarak başkanlıkça herhangi bir zamanda alınabiliyordu. Rejimin örtük olmasının ikinci nedeni ise, ileriye yönelik enflasyon tahminleri ve MB'nin olası politika tepkileri hakkında bilgi içeren bir enflasyon raporunun yerine daha çok durum ağırlıklı para politikası raporu yayınlanmasıdır.

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 döneminde tüketici enflasyonu hep hedefin altında kalmıştır. 2002 başında enflasyon beklentileri hedeflerin çok üzerindeyken, olumlu gelişmeler sayesinde buradaki fark giderek kapanmış. 2005 yılına gelindiğinde ise farkın sifıra yakınsadığı aşağıdaki tablodan da görülmektedir. Bu farkın azalması ise güçlü para ve maliye politikalarına duyulan güveni temsil etmektedir.

Tablo 3: Enflasyon Göstergeleri ve Büyüme Göstergeleri (2002-2005)

yıllar	yılsonu enflasyon hedefi I %	yılın ilk ayında beklenen yılsonu enflasyonu II %	gerçekleşen yılsonu enflasyonu III %	Hedeften sapma III- I (puan)	GSYİH büyüme hızı
2002	35	48,3	29,7	-5,3	6,2
2003	20	24,9	18,4	-1,6	5,3
2004	12	13,1	9,3	-2,7	9,4
2005	8	8,4	7,7	-0,3	8,4

Kaynak: Özatay, Fatih. (2009). "Türkiye' de 2000- 2008 Döneminde Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, S. 24, C. 275, ss. 51.

2002-2005 yıllarında uygulanan örtük enflasyon programı çerçevesinde, enflasyon oranları düşerken, reel faiz oranlarının yeterince azaltılmadığı gözlemlenmektedir. Reel faizlerin yeterince düşürülememesi yabancı sermaye girişi sürecini hızlandırarak, döviz arzının artmasına bağlı olarak kurun düşük seviyelerde kalmasına dolayısı ile yerli paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Buna bağlı olarak programın uygulandığı dönem

içerisinde cari açıklar artmıştır. Enflasyonun düşmesi, faizlerin gerilemesi iç talep artmasına, iç talebin artması ise kredi ve ithalat artışlarına neden olmaktadır. Bu süreç ekonomide yüksek oranlı büyüme, borç stoku ve cari açık meydana getirmiştir (Altun ve Mutan, 2007:26).

2006 ve sonrasında Türkiye’ de açık enflasyon uygulamasına geçilmiştir. Fakat, bu uygulama sonrasında enflasyon hedeflenen düzeyin hep üzerinde kaldı. Hedeften sapmanın önemli boyutlara ulaşması enflasyon beklentilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle beklenen enflasyon hedefin belirgin biçimde üzerine çıkmıştır. Enflasyonun hedefin oldukça üzerinde kalması ve bir süre daha olumsuz durumun devam etmesinin anlaşılması üzerine 2009 yılı hedefi % 7,5’e ve 2010 yılı hedefi % 6,5’e yükseltilmiştir. Bu dönemde büyüme hızında 2002-2005 döneminde gözlenenin tersine aşağıya doğru bir eğilim izlemiştir.

Tablo 4: Enflasyon Göstergeleri ve Büyüme Göstergeleri (2006-2008)

yıllar	yılsonu enflasyon hedefi I %	yılın ilk ayında beklenen yılsonu enflasyonu II %	gerçekleşen yılsonu enflasyonu III %	Hedeften sapma III- I (puan)	GSYİH büyüme hızı
2006	5	5,7	9,6	4,6	6,9
2007	4	7,1	8,4	4,4	4,6
2008	4	6,5	10	6	2

Kaynak: Özatay, Fatih. (2009). “Türkiye’ de 2000-2008 Döneminde Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı. 24, Cilt. 275, ss. 51.

2006 yılı ve sonrasında ekonomide yaşanan siyasi gerginliklerin ve dış kaynaklı olumsuzlukların yarattığı karışık ortam hem enflasyona hem de enflasyon öngörülerine yansımıştır. Faizlerde ise bu karışıklığın doğal bir uzantısı olarak devamlı artma sürecine girmiştir. Kur politikası ise bu dönemin başında örtük enflasyon hedeflemesi dönemindekine benzer bir yapıda olmasına rağmen küresel karışıklık özellikle 2008 yılı ve sonrasında döviz piyasasına önemli miktarda satış yönünde müdahaleyi gerektirmiştir (Özatay, 2009: 60).

2000-2008 dönemlerinde özel kesimin finansman yapısı incelendiğinde 2002-2007 arası dönemde firmaların sermaye piyasalarından yararlanma düzeylerinde artış meydana gelmektedir. Bir başka ifade ile özel kesim firmaları hem bankalardan hem de sermaye piyasalarından finansman sağlamaktadır. Bunun en önemli nedenlerinden biri güçlü ekonomiye geçiş programı ile kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin düşürülmesi ile sermaye piyasalarında yaratılan fonların daha büyük bir bölümünün özel kesime aktarılmasıdır.

III.3. Türkiye’ de İhracatın Gelişimi, Firmaların Sermaye Kanalı ve Banka Kanalı Yoluyla Sağladığı Fonlar

III.3.1. Türkiye’ de İhracatın Gelişim

Tablo 5: Ekonominin Dış Ticarete Açıklığı

yıllar	ihracat	ithalat	dış ticaret dengesi	ihracatın ithalatı karşılama oranı
1980	2 910 122	7 909 364	-4 999 242	36,8
1981	4 702 934	8 933 374	-4 230 439	52,6
1982	5 745 973	8 842 665	-3 096 692	65
1983	5 727 834	9 235 002	-3 507 168	62
1984	7 133 604	10 757 032	-3 623 429	66,3
1985	7 958 010	11 343 376	-3 385 367	70,2
1986	7 456 726	11 104 771	-3 648 046	67,1
1987	10 190 049	14 157 807	-3 967 757	72
1988	11 662 024	14 335 398	-2 673 374	81,4
1989	11 624 692	15 792 143	-4 167 451	73,6
1990	12 959 288	22 302 126	-9 342 838	58,1
1991	13 593 462	21 047 014	-7 453 552	64,6
1992	14 714 629	22 871 055	-8 156 426	64,3
1993	15 345 067	29 428 370	-14 083 303	52,1
1994	18 105 872	23 270 019	-5 164 147	77,8
1995	21 637 041	35 709 011	-14 071 970	60,6
1996	23 224 465	43 626 642	-20 402 178	53,2
1997	26 261 072	48 558 721	-22 297 649	54,1
1998	26 973 952	45 921 392	-18 947 440	58,7
1999	26 587 225	40 671 272	-14 084 047	65,4
2000	27 774 906	54 502 821	-26 727 914	51
2001	31 334 216	41 399 083	-10 064 867	75,7
2002	36 059 089	51 553 797	-15 494 708	69,9
2003	47 252 836	69 339 692	-22 086 856	68,1
2004	63 167 153	97 539 766	-34 372 613	64,8
2005	73 476 408	116 774 151	-43 297 743	62,9

2006	85 534 676	139 576 174	-54 041 498	61,3
2007	107 271 750	170 062 715	-62 790 965	63,1
2008	131 965 679	201 960 254	-69 994 575	65,3

Kaynak: TÜİK, 2008

Türkiye ekonomisi 1980 yılından itibaren dışa açılma yoluyla ihracat önderliğinde büyüme ve kalkınma politikasını benimsemiştir. Ancak, dışa açılma sonucunda ithalatın ihracattan daha fazla arttığı görülmektedir. Ayrıca 1994, 1999 ve 2001 kriz yıllarını incelediğimizde ihracatın ithalatı karşılama oranlarının diğer dönemlere göre yüksek olduğu görülmektedir. Öyle görülmektedir ki Türkiye’de ihracatın arttığı yıllar ekonominin büyüdüğü yıllar değil, tersine yavaşladığı hatta daraldığı yıllar olmuştur. Türkiye’de, liberalizasyon politikaları sonucu aşırı değerli döviz kuru politikası izlenmiştir. Bu nedenle, ithalat ihracattan çok daha hızlı artmıştır ve ekonominin ithalata bağımlılığı güçlenmiştir. Ancak aşağıdaki tablodan ithalatın kompozisyonuna bakıldığında, hammadde ve yatırım malı ithalatımızın toplam ithalat içindeki payı oldukça yüksektir. Bu durum üretimde ucuz ithal girdi kullanıldığını göstermektedir. Dolayısıyla ihracatta gözlenen sürekli artışın bir anlamda temel nedeni ucuz ithal girdiye bağlanabilir.

Tablo 6: Geniş Ekonomik Grupların Sınıflamasına Göre İthalat

Yıllar	yatırım malları	hammadde	tüketim malları	diğer
1996	10 336 157	28 736 722	4 424 288	129 476
1997	11 108 869	32 118 873	5 051 940	279 039
1998	10 624 116	29 562 224	5 363 560	371 492
1999	8 727 006	26 854 200	4 820 413	269 653
2000	11 365 338	36 009 555	6 928 481	199 447
2001	6 940 425	30 300 840	3 813 409	344 409
2002	8 399 565	37 655 830	4 898 331	600 071
2003	11 325 907	49 734 760	7 813 324	465 701
2004	17 397 440	67 549 436	12 100 277	492 612
2005	20 363 222	81 868 284	13 975 300	567 345
2006	23 347 556	99 604 660	16 116 330	507 629
2007	27 054 433	123 639 601	18 694 051	674 629
2008	28 020 176	151 744 390	21 489 117	706 571
2009*	2 557 935	12 814 599	2 185 739	109 956

2009* ilk iki ayı içermektedir.

Kaynak: TÜİK, 2009.

Özetle, dışa açılma sonucunda ithalatın ihracattan daha fazla arttığı gözlemlenmektedir. Ancak, ihracatta yaşanan artışın sürekliliği ve ithal edilen malların kompozisyonları üretim artışını gerçekleştiren mallardan oluşması ihracatta yaşanan sürekli artışın bir anlamda temel nedenini oluşturmaktadır. Dolayısıyla ekonomik büyümenin makro boyutu içinde ihracat ve mikro boyutu içinde de ihracatçı firmalar önem kazanmaktadır.

III.3.2. Türkiye’de Firmaların Sermaye Kanalı Yoluyla Sağladığı Fonlar

Finansman yöntemi olarak halka arzın seçilmesi halinde, firmalar hisse senetlerini halka arz ederek, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynak elde etmektedirler. Aşağıdaki grafikten anlaşıldığı gibi, firmaların özellikle 2002 yılı sonrasında hisse senedi ihraç ederek finansman yoluna başvurmaları artma eğilimine girmiştir. Bu artma eğilimi 2007’ye kadar sürmekte ancak 2008’de ise düşme eğilimindedir.

Tablo 7: Firmaların Hisse Senedi İşlem Hacmi



Kaynak: TSPAKB, (Mayıs 2009), Yıllık Raporu

Ancak, halka açılan firma sayısına baktığımızda, yıllara göre dalgalanmalar göstermesine rağmen halka açık firma sayısı oldukça düşük düzeydedir. Bu durum pek çok firmanın henüz sermaye piyasalarından yararlanamadığını göstermektedir.

Tablo 8: Hisse Senedi Borsada İşlem Gören Firma Sayısı (1989-2008)

yıllar	hissesenedi borsada işlem gören firma sayısı	yıllar	hissesenedi borsada işlem gören firma sayısı
1989	76	1998	278
1990	110	1999	286
1991	134	2000	316
1992	145	2001	311
1993	160	2002	289
1994	176	2003	285
1995	205	2004	297
1996	228	2005	304
1997	259	2006	316
1998	278	2007	319
1999	286	2008	317

Kaynak: IMKB, 2009

III.3.3. Türkiye’de Banka Kanalı Yoluyla Sağlanan Fonlar

Bankaların toplam aktifleri içindeki kredi oranlarına baktığımızda 1990 yılından itibaren düştüğünü ve 2002 yılından itibaren de tekrar artmaya başladığını görmekteyiz. Bunun nedeni ise 1990’lı yıllarda ekonomideki yüksek faiz ve enflasyon ortamında bankalar reel sektöre ve bireylere borç vermek yerine kamu borçlarını finanse ettiğinden bu dönemde kredi oranları düşmüştür. 2002 yılı sonrası kamu borçlanma gereksiniminin, enflasyonun ve reel faizlerin düşmesi nedeniyle bankaların kredi verme hacminde yükselme gözlenmektedir.

Tablo 9: Bankaların Toplam Kredi/ Toplam Aktif Oranı (1988-2007)

yıllar	toplam kredi/ toplam aktif	yıllar	toplam kredi/ toplam aktif
1988	40,7	1998	38,3
1989	42,2	1999	30,1
1990	47,0	2000	32,8
1991	43,9	2001	21,9
1992	41,8	2002	26,5
1993	41,4	2003	28,0
1994	39,1	2004	33,7
1995	42,5	2005	38,6
1996	43,1	2006	45,0
1997	45,5	2007	50,0

Kaynak: TBB (2008)

IV. BÖLÜM TÜRKİYE'DE İHRACATÇI FİRMALARIN FİNANSMAN KARARLARINA YÖNELİK EKONOMETRİK UYGULAMA (1997-2008)

Çalışmada Türkiye'de 1997-2008 yılları arasında IMKB'de faaliyet gösteren birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşu arasında yer alan ihracatçı firmalara ait İhracat/Toplam Satış, Kısa Vadeli Banka Kredilerinin Büyüme Oranı, Uzun Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı ve Sermaye Büyüme Oranı verileri arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki olup olmadığı Panel Koentegrasyon analizi ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Analizin dengeli panel olması nedeniyle incelemeye alınan firmaların seçiminde IMKB'de faaliyet gösteren birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşunun 1997-2008 yılları arasında sürekli olarak yer almaları dikkate alınmıştır. Bu kısıtı sağlayan 100 firma olmasına karşılık 14 firmanın verilerinde hata tespit edildiğinden kalan 86 firma analize dahil edilmiştir. Yapılacak analiz Panel Koentegrasyon olduğu için her bir firmanın verilerinin aynı dereceden durağan olması koşulu aranmıştır. Bu analiz sonucunda analize katılan 86 firmanın tüm verilerinin düzey halde durağan olmadığı saptanmıştır. Ayrıca bu

firmalara ait kimi serilerin farklarının alındığı durumda bile 8 firma ile ilgili kimi serilerin durağan hale gelmediği görülmüştür. Analize tüm serileri birinci dereceden durağan olan 78 firmanın verileri ile devam edilmiştir.

IV.1. Ekonometrik Metodoloji

Panel verinin ekonometrik teorisi ilk olarak yatay gözlem sayısının (N) yüksek, gözlem dönemi sayısının (T) düşük olduğu veri kümeleri üzerine kurulmuştur. Elde edilen tahmincilerin asimptotik özellikleri belirli bir T değeri için “ $N \rightarrow \infty$ ” varsayımına göre değerlendirilmiştir (Harris ve Sollis, 2003:188).

Panel zaman serilerinde koentegrasyon (eşbütünleme) yapılabilmesi için öncelikle serilerin durağan olmaları gerekmektedir. Durağanlık, zaman içinde serilerin ortalaması ve varyansının sabit olmasını ifade etmektedir. Dolayısıyla, Panel Koentegrasyonun yapılabilmesi için serilerdeki her bir gözlemin ortalaması ve varyansının sabit yani durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle ilk olarak serilere ADF (Augmented Dickey-Fuller) ve PP (Philips-Peron) bireysel durağanlık testleri uygulanmaktadır. Adından panel durağanlık testleri uygulanarak her bir değişkene ait serinin durağan olması gerekmektedir. Literatürde en çok Levin-Lin-Chu (LLC) ve Im-Pesaran-Shin (IPS) testleri kullanılmasına rağmen IPS testi, LLC'nin genişletilmiş bir biçimini olduğundan IPS daha çok kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmada IPS testi kullanılmaktadır. Bütün bu durağanlık testleri Eviews 6.0 programı kullanılarak uygulanabilmektedir.

IV.1.1.Im-Pesaran-Shin (IPS) Panel Durağanlık Testi

Im, Peseran ve Shin (IPS) testi, panel birim kök testinde genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) test istatistiğini paneldeki her bir birey için ADF hesaplayarak ortalama ADF test istatistiğine bakmaktadır. IPS testinde aşağıdaki model tahmin edilmektedir

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \theta_i + \rho_i y_{it-1} + \zeta_{it}$$

$$H_0 : \rho_i = 0, \forall_i$$

$$H_1 : \rho_i < 0, i = 1, 2, \dots, N_1$$

$$\rho_i = 0, i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$$

Ho hipoteziyle paneldeki hiçbir serinin durağan olmadığı, H1 hipoteziyle de serilerin bir kısmının durağan olduğu varsayılmıştır. IPS testinde standart normal dağılımlı t istatistiği yerine her bir grup için hesaplanan t değerlerinin aritmetik ortalamasının alınmasıyla elde edilen test istatistiği kullanılmaktadır.

IV.1.2. Pedroni Panel Koentegrasyon Testi

Literatürde çok sayıda Panel Koentegrasyon testi olmasına rağmen bu test için başlıca iki yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi artığa dayalı (residual-based), diğeri ise maximum olasılığa (maximum-likelihood-based) dayalıdır. Mc Coskey, Kao ve Pedroni artığa dayalı yaklaşımı önerirken; Groen, Kleibergen, Larsson, Lyhagen ve Lothgren maksimum olasılığa dayalı test istatistiğini önermektedir (Saridoğan ve Beşer, 2007:5).

Pedroni ve Kao tarafından geliştirilen testlerin ortak özelliği, eğim parametrelerinin yatay kesit birimleri arasında homojen olduğu varsayımına dayanmaktadır. Pedroni'nin 1995 yılında geliştirdiği test parametre homojenliği ilkesine dayanırken 2000 yılına geliştirdiği test yatay kesit birimleri arasında parametre heterojenliğine dayanmaktadır (Sunal ve Aykaç, 2004:4). Hem homojen hem de heterojen panel veriler üzerinde çalışan Pedroni, yedi farklı istatistik geliştirmiştir. Bunlar;

a-Grup içi istatistikler:

i-Grup içi “v” istatistiği

ii-Grup içi “p” istatistiği

iii- Grup içi (parametrik olmayan) “t” istatistiği

iv- Grup içi (parametrik) “t” istatistiği

b-Gruplar arası istatistikler:

i-Gruplar arası “v” istatistiği

ii- (Gruplar arası (parametrik olmayan) “t” istatistiği

iii- Grup içi (parametrik) “t” istatistiği

Bu istatistikler aşağıdaki koentegrasyon denkleminde elde edilmiştir;

$$y_{i,t} = \alpha_i + \delta_{it} + \gamma_t + \beta_{1i} X_{1i,t} + \beta_{2i} X_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} X_{Mi,t} + e_{it}$$

$$t=1, \dots, T ; \quad i=1, \dots, N ; \quad m=1, 2, \dots, M$$

Burada, T zaman boyunca yapılan gözlem dönemini, N paneldeki bireysel gözlem sayısını, M değişkenlerinin sayısını vermektedir. Yukarıdaki eşitlikte değişkenler X_i ile gösterilmektedir. γ_t ise, paneldeki tüm elemanların ortak zaman dummy'sini ve δ_{it} belirleyici zaman trendini göstermektedir (Pedroni, 1995:173).

Değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin varlığı hata terimlerinin durağanlığı aracılığıyla test edilmektedir. Parametrik olmayan testler için oluşturulan eşitlikler aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

$$\hat{e}_{i,t} = \rho_i \hat{e}_{i,t-1} + \hat{u}_{i,t}$$

parametrik test tahmini ise;

$$\hat{e}_{i,t} = \rho_i \hat{e}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{k_i} \hat{\rho}_{i,k} \Delta \hat{e}_{i,t-k} + \hat{u}_{i,t}$$

H_0 hipotezi tüm birimler için koentegrasyon olmadığını H_1 hipotezi ise tüm birimler için koentegrasyon olduğunu söyler. Alternatif hipotez tüm birimler için ortak birinci düzen otoregresif katsayı ön varsayımı yapmaz ve test istatistikleri normal dağılıma

sahiptir. Pedroni geliştirdiği yedi istatistiğin asimtotik dağılıminın

$$\frac{X_{N,T} - \mu\sqrt{N}}{\sqrt{\nu}} \Rightarrow N(0,1) \quad \text{şeklinde olduğunu göstermiştir (Pedroni, 1999:678).}$$

Burada $X_{N,T}$ test istatistiğinin formudur. μ ve ν değerleri sırasıyla her testin ortalama ve varyansına denk düşen değerleri göstermektedir. Pedroni'nin 1999 yılına ait makalesinde test istatistiğinin kritik değerleri verilmektedir. Buna göre hesaplanan istatistik değerinin mutlak değer kritik değerden yüksek çıkarsa, seriler arasında koentegrasyon olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilir (Pedroni, 1999: 653-678).

Yukarıda tanımları verilen istatistiklerden hangisinin test istatistiği olarak dikkate alınması gerektiği Pedroni tarafından ortaya konmuştur. Yapılmış olan Monte Carlo çalışmalarının sonucuna göre yatay kesit birim sayısının 100'den büyük olduğu durumlarda tüm istatistikler, dolayısıyla istatistiklerden alınan ortalamalar, yeterli derecede güçlü sonuçlar vermektedir. Ancak rnek kcldğnde parametrik olamayan “t” istatistiği en olumlu sonuçlara sahip istatistik olmakta, ardından sırasıyla da grup içi “v” istatistiği ve grup içi “p” istatistiği gelmektedir (Sunal ve Aykaç, 2004:6).

IV.2. Uygulama Aşaması

Analizde hem ISO'nın belirlediği birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşu içinde yer alan hem'de İMKB'de faaliyet gösteren ihracatçı firmalar ele alınmaktadır. Analizin dengeli panel (balanced panel) olması nedeniyle incelemeye alınan firmaların seçiminde ilk olarak, 1997- 2008 yılları arasında ihracatçı firmaların sürekli olarak yer alması dikkate alınmıştır. Bu kısıtı sağlayan 86 ihracatçı firma olduğu gözlemlenmiştir. Firmaların İMKB' de yayımlanan bilanço ve gelir tablolarından analiz için gerekli olan ihracat, toplam satış, denmiş sermaye, kısa vadeli banka kredileri ve uzun vadeli banka kredileri tutarları elde edilmiştir.

Analizin ilk aşamasında, her bir firmaya ait olan İhracat/Toplam Satış (X/ Toplam Satış), Sermaye Buyume Oranı (Özsermaye Büyüme Oranı), KVB Buyume Oranı (Kısa Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı), UVB Buyume Oranı (Uzun Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı) verileri hesaplanarak, Eviews 6.0 ekonometri programına aktarılmıştır. Yapılacak analiz Panel Koentegrasyon olduğu için her bir firmanın verilerinin aynı dereceden durağan olması gerektiğinden, her bir veri seti ve için bireysel birim kök uygulanmıştır. Bireysel birim kök analizinde Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Philips Peron (PP) testleri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, X/ Toplam Satışlar, KVB Buyume Oranı, UVB Buyume Oranı, Sermaye Buyume Oranı serileri için sırası ile Tablo 8,9, 10, 11’de verilmektedir.

Tablo 10: X/ Toplam Satış Serisi ADF VE PP Birim Kök Testi Sonuçları

	FİRMA İSİMLERİ	ADF	PP
1	adana çimento	0.1270	0.1126
2	akal tekstil	0.3215	0.3215
3	akçansa	0.3536	0.2982
4	akın tekstil	0.0214	0.0004
5	aksa arkilik kimya	0.0038	0.0000
6	aksu iplik dokuma	0.0509	0.0503
7	alarko carrier	0.0053	0.0000
8	alcatel teletaş	0.0079	0.0017
9	altınyıldız	0.0170	0.0006
10	anadolu cam	0.3645	0.3534
11	arçelik	0.0070	0.0007
12	aselsan	0.4386	0.8606
13	berdan tekstil	0.0034	0.0000
14	birlik mensucat	0.3386	0.3869
15	borusan manessman	0.0302	0.0131
16	bossa	0.3909	0.3909
17	brisa briston	0.0025	0.0036
18	bursa çimento	0.6422	0.6422
19	çbs boya	0.0345	0.0017
20	çemtaş	0.0420	0.0423
21	çimbeton	0.0004	0.0000
22	dardanel	0.0082	0.0004
23	deva	0.0005	0.0000
24	eczacıbaşı yapı gereçleri	0.2060	0.1956
25	ege endüstri	0.0068	0.0000
26	ege seramik	0.0762	0.0762

27	ege plast	0.0025	0.0000
28	erbosan erciyes boru	0.0123	0.0062
29	ereğli demir elik	0.0098	0.0001
30	feniş alüminyum	0.0025	0.0008
31	ford otomotiv	0.0394	0.0020
32	goodyear	0.0518	0.0507
33	göлтаř imento	0.0943	0.1007
34	gübre fabrikası	0.9064	0.9064
35	hektaş	0.0006	0.0000
36	ihlas ev aletleri	0.0094	0.0011
37	karsu tekstil	0.0479	0.0017
38	kartonsan	0.0527	0.0081
39	kerevitaş	0.0131	0.0002
40	kütahya porselen	0.0146	0.0088
41	lafarge aslan imento	0.2557	0.2490
42	mensa mensucat	0.0276	0.0276
43	merko gıda	0.4473	0.8954
44	mutlu akü	0.0870	0.0711
45	otokar	0.0408	0.0046
46	olmuksa	0.0515	0.0394
47	park elektrik	0.1306	0.1272
48	penguen gıda	0.0121	0.0008
49	petkim	0.0015	0.0000
50	pimaş	0.0120	0.0005
51	sarkuysan	0.3073	0.2929
52	sifaş	0.0439	0.0113
53	sönmez filament	0.0287	0.0301
54	sönmez pamuklu	0.0020	0.0000
55	tire kutsan	0.0166	0.0106
56	tofaş	0.0096	0.0019
57	trakya cam	0.2634	0.2634
58	tümteks tekstil	0.0039	0.0000
59	tüpraş	0.0889	0.0646
60	ünye imento	0.3668	0.7105
61	vakko hazır giyim	0.1594	0.1594
62	vestel elektronik	0.0804	0.0802
63	viking kağıt	0.4304	0.4304
64	yataş	0.0214	0.0219
65	yünsa	0.1516	0.1591
66	adel kalemcilik	0.0077	0.0020
67	bosh fren sistemleri	0.1498	0.1641
68	burçelik bursa elik	0.1263	0.1321
69	ceylan giyim	0.1136	0.1136
70	demisaş	0.2449	0.2552
71	denizli cam	0.1337	0.1416
72	derimod	0.1288	0.1288
73	edip iplik	0.0079	0.0064
74	ege gübre	0.9816	0.9930
75	gentaş	0.8767	0.8679
76	gimsan	0.0017	0.0004

77	haznedar	0.0009	0.0002
78	ışıklar ambalaj	0.0270	0.0002
79	kelebek mobilya	0.0170	0.0026
80	klimasan klima	0.0951	0.0228
81	mardin çimento	0.3893	0.4077
82	megeş boya	0.0050	0.0001
83	parsan makine parçaları	0.0126	0.0134
84	pınar su	0.0292	0.0297
85	tukaş	0.0670	0.0671
86	uki uluslar arası konfeksiyon	0.7882	0.7331

Uygulanan birim kök testleri sonucunda X/Toplam Satış serisinin her firma için birinci farkı alındığında durağan olduğu saptanmıştır.

Tablo 11: KVB Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Testi Sonuçları

	FİRMA İSİMLERİ	ADF	PP
1	adana çimento		
2	akal tekstil	0.0003	0.0004
3	akçansa	0.0010	0.0010
4	akın tekstil	0.0006	0.0000
5	aksa arkilik kimya	0.0000	0.0001
6	aksu iplik dokuma	0.0002	0.0000
7	alarko carrier	0.0892	0.0345
8	alcatel teletaş	0.4093	0.9089
9	altınyıldız	0.0015	0.0006
10	anadolu cam	0.0050	0.0000
11	arçelik	0.0069	0.0001
12	aselsan	0.0034	0.0000
13	berdan tekstil	0.0064	0.0008
14	birlik mensucat	0.0000	0.0000
15	borusan manessman	0.0050	0.0000
16	bossa	0.0051	0.0000
17	brisa briston	0.0037	0.0000
18	bursa çimento	0.0453	0.0025
19	çbs boya	0.0141	0.0006
20	çemtaş	0.0017	0.0000
21	çimbeton		
22	dardanel	0.0003	0.0007
23	deva	0.0035	0.0035
24	eczacıbaşı yapı gereçleri	0.0054	0.0001
25	ege endüstri	0.0009	0.0015
26	ege seramik	0.5436	0.5436
27	ege plast	0.7867	0.7867
28	erbosan erciyes boru	0.0042	0.0000
29	ereğli demir çelik	0.0042	0.0002
30	feniş alüminyum	0.0144	0.0002
31	ford otomotiv	0.0053	0.0000

32	goodyear	0.0006	0.0000
33	götaş çimento	0.0040	0.0000
34	gübre fabrikası	0.9822	0.9822
35	hektaş	0.0013	0.0014
36	ihlas ev aletleri	0.0000	0.0000
37	karsu tekstil	0.0001	0.0001
38	kartonsan	0.0011	0.0011
39	kerevitaş	0.0826	0.0806
40	kütahya porselen	0.0049	0.0000
41	lafarge aslan çimento	0.0039	0.0000
42	mensa mensucat	0.0027	0.0000
43	merko gıda	0.0292	0.0063
44	mutlu akü	0.0091	0.0000
45	otokar	0.0022	0.0022
46	olmuksa	0.1099	0.0708
47	park elektrik	0.0003	0.0003
48	penguen gıda	0.0003	0.0001
49	petkim	0.0018	0.0000
50	pimaş	0.0011	0.0000
51	sarkuysan	0.0102	0.0007
52	sifaş	0.0050	0.0050
53	sönmez filament	0.0324	0.0011
54	sönmez pamuklu	0.0087	0.0001
55	tire kutsan	0.0042	0.0000
56	tofaş	0.0922	0.0922
57	trakya cam	0.0007	0.0000
58	tümteks tekstil	0.0068	0.0000
59	tüpraş	0.8195	0.8273
60	ünye çimento	0.0227	0.0221
61	vakko hazır giyim	0.0005	0.0005
62	vestel elektronik	0.0016	0.0000
63	viking kağıt	0.0043	0.0000
64	yataş	0.0003	0.0003
65	yünsa	0.0026	0.0029
66	adel kalemcilik	0.0040	0.0000
67	bosh fren sistemleri	0.0232	0.0232
68	burçelik bursa çelik	0.0036	0.0000
69	ceylan giyim	0.0158	0.0026
70	demisaş	0.0431	0.0079
71	denizli cam	0.0034	0.0000
72	derimod	0.0012	0.0002
73	edip iplik	0.0366	0.0162
74	ege gübre	0.0371	0.0317
75	gentaş	0.0001	0.0000
76	gimsan	0.0053	0.0000
77	haznedar	0.0011	0.0000
78	ışıklar ambalaj	0.0214	0.0136
79	kelebek mobilya	0.2156	0.3187
80	klimasan klima	0.0040	0.0000
81	mardin çimento	0.0035	0.0000

82	megeş boya	0.0033	0.0001
83	parşan makine parçaları	0.0153	0.0001
84	pınar su	0.0123	0.0001
85	tukaş	0.0001	0.0001
86	uki uluslar arası konfekşyon	0.0046	0.0000

Uygulanan birim kök testleri sonucunda KVB Buyume Oranı serisinin 1., ve 21., firmalar için birinci farkları alındığında da durağan hale gelmediği anlaşılmıştır.

Tablo 12: UVB Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Testi Sonuçları

	FİRMA İSİMLERİ	ADF	PP
1	adana çimento	0.0009	0.0009
2	akal tekstil	0.0048	0.0000
3	akçansa	0.1193	0.0697
4	akın tekstil	0.0031	0.0018
5	aksa arkilik kimya	0.0000	0.0000
6	aksu iplik dokuma	0.3028	0.3028
7	alarko carrier	0.0010	0.0000
8	alcatel teletaş	0.0166	0.0009
9	altınyıldız	0.0024	0.0000
10	anadolu cam	0.0135	0.0005
11	arçelik	0.0035	0.0000
12	aselsan	0.0471	0.0453
13	berdan tekstil	0.0045	0.0000
14	birlik mensucat	0.0026	0.0000
15	borusan manessman	0.0069	0.0001
16	bossa	0.0044	0.0000
17	brisa briston	0.0043	
18	bursa çimento	0.0005	0.0005
19	çbs boya	0.0043	0.0000
20	çemtaş	0.0375	0.0368
21	çimbeton		
22	dardanel	0.0048	0.0000
23	deva	0.0046	0.0000
24	eczacıbaşı yapı gereçleri	0.0003	0.0007
25	ege endüstri	0.9144	0.9144
26	ege seramik	0.0031	0.0000
27	ege plast	0.0010	0.0001
28	erbosan erciyes boru		
29	ereğli demir çelik	0.0141	0.0002
30	feniş alüminyum	0.0295	0.0036
31	ford otomotiv	0.0043	0.0000
32	goodyear	0.0008	0.0000
33	göлтаş çimento	0.0023	0.0000
34	gübre fabrikası		
35	hektaş	0.0001	0.0001
36	ihlas ev aletleri	0.0001	0.0001

37	karsu tekstil	0.0015	0.0000
38	kartonsan	0.0166	0.0139
39	kerevitaş	0.0041	0.0000
40	kütahya porselen	0.0008	0.0000
41	lafarge aslan çimento	0.0002	0.0002
42	mensa mensucat	0.0004	0.0000
43	merko gıda	0.0291	0.0016
44	mutlu akü	0.0017	0.0017
45	otokar	0.0000	0.0001
46	olmuksa	0.0000	0.0001
47	park elektrik	0.0063	0.0000
48	penguen gıda	0.0010	0.0010
49	petkim	0.0166	0.0095
50	pimaş	0.0304	0.0381
51	sarkuysan	0.0513	0.0513
52	sifaş	0.0797	0.0347
53	sönmez filament	0.0045	0.0000
54	sönmez pamuklu	0.0002	0.0004
55	tire kutsan	0.0045	0.0000
56	tofaş	0.0044	0.0000
57	trakya cam	0.0009	0.0000
58	tümteks tekstil	0.0043	0.0000
59	tüpraş	0.0042	0.0000
60	ünye çimento	0.0043	0.0000
61	vakko hazır giyim	0.0160	0.0008
62	vestel elektronik	0.0038	0.0000
63	viking kağıt	0.0010	0.0000
64	yataş	0.0101	0.0005
65	yünsa	0.0672	0.0668
66	adel kalemcilik		
67	bosh fren sistemleri	0.0295	0.0295
68	burçelik bursa çelik	0.0094	0.0002
69	ceylan giyim	0.0042	0.0000
70	demisaş	0.0002	0.0006
71	denizli cam	0.0026	0.0000
72	derimod	0.0032	0.0000
73	edip iplik	0.0459	0.0241
74	ege gübre	0.0006	0.0001
75	gentaş	0.0054	0.0054
76	gimsan	0.0186	0.0004
77	haznedar	0.0005	0.0001
78	ışıklar ambalaj	0.0119	0.0005
79	kelebek mobilya	0.0070	0.0000
80	klimasan klima	0.0025	0.0031
81	mardin çimento	0.0770	0.0780
82	megeş boya	0.0250	0.0006
83	parsan makine parçaları	0.0081	0.0001
84	pınar su	0.0099	0.0002
85	tukaş	0.0050	0.0000
86	uki uluslar arası konfeksiyon	0.0032	0.0000

Uygulanan birim kök testleri sonucunda UVB Buyume Oranı serisinin 17., 21., 28., 34., ve 66. nolu firmalar için, birinci farkları alındığında da durağan hale gelmediği saptanmıştır.

Tablo 13: Sermaye Buyume Oranı Serisi ADF VE PP Birim Kök Testi Sonuçları

	FİRMA İSİMLERİ	ADF	PP
1	adana çimento	0.0007	0.0000
2	akal tekstil	0.0026	0.0000
3	akçansa	0.0013	0.0000
4	akın tekstil	0.0000	0.0000
5	aksa arkilik kimya	0.0028	0.0000
6	aksu iplik dokuma	0.0004	0.0000
7	alarko carrier	0.0043	0.0000
8	alcatel teletaş	0.0043	0.0000
9	altınyıldız	0.0039	0.0000
10	anadolu cam	0.0023	0.0000
11	arçelik	0.0070	0.0000
12	aselsan	0.0145	0.0142
13	berdan tekstil	0.0000	0.0000
14	birlik mensucat	0.0333	0.0056
15	borusan manessman	0.0009	0.0001
16	bossa	0.0079	0.0005
17	brisa briston	0.0040	0.0000
18	bursa çimento	0.0003	0.0000
19	çbs boya	0.0178	0.0009
20	çemtaş	0.0015	0.0000
21	çimbeton	0.0043	
22	dardanel	0.0000	0.0000
23	deva	0.0054	0.0001
24	eczacıbaşı yapı gereçleri	0.0043	0.0000
25	ege endüstri	0.0043	
26	ege seramik	0.0004	0.0000
27	ege plast	0.0028	0.0000
28	erbosan erciyes boru	0.0043	0.0000
29	ereğli demir çelik	0.0043	0.0000
30	feniş alüminyum	0.0006	0.0000
31	ford otomotiv	0.0029	0.0000
32	goodyear	0.0000	0.0001
33	göлтаş çimento	0.0000	0.0001
34	gübre fabrikası	0.0052	0.0000
35	hektaş	0.0253	0.0001
36	ihlas ev aletleri	0.0003	0.0000
37	karsu tekstil	0.0004	0.0000
38	kartonsan	0.0478	0.0080
39	kerevitaş	0.0000	0.0001
40	kütahya porselen	0.6181	0.6181
41	lafarge aslan çimento	0.0043	0.0000

42	mensa mensucat	0.0060	0.0000
43	merko gıda	0.0046	0.0000
44	mutlu akü	0.0043	
45	otokar	0.0066	0.0003
46	olmuksa	0.0049	0.0003
47	park elektrik	0.0028	0.0000
48	penguen gıda	0.0040	0.0000
49	petkim	0.0000	0.0001
50	pimaş	0.0035	0.0000
51	sarkuysan	0.0012	0.0000
52	sifaş	0.0000	0.0001
53	sönmez filament	0.0043	0.0001
54	sönmez pamuklu	0.0043	0.0000
55	tire kutsan	0.0152	0.0008
56	tofaş	0.0001	0.0000
57	trakya cam	0.0048	0.0001
58	tümteks tekstil	0.0005	0.0001
59	tüpraş	0.0019	0.0000
60	ünye çimento	0.0001	0.0001
61	vakko hazır giyim	0.2244	0.2458
62	vestel elektronik	0.0043	0.0000
63	viking kağıt	0.0024	0.0002
64	yataş	0.0010	0.0000
65	yünsa	0.0068	0.0001
66	adel kalemcilik	0.0067	0.0001
67	bosh fren sistemleri	0.0043	0.0000
68	burçelik bursa çelik	0.0112	0.0091
69	ceylan giyim	0.0005	0.0000
70	demisaş	0.0040	0.0000
71	denizli cam	0.0014	0.0000
72	derimod	0.0001	0.0001
73	edip iplik	0.0001	0.0001
74	ege gübre	0.0113	0.0001
75	gentaş	0.0000	0.0001
76	gimsan	0.0048	0.0000
77	haznedar	0.0047	0.0000
78	ışıklar ambalaj	0.0015	0.0003
79	kelebek mobilya	0.0331	0.0010
80	klimasan klima	0.0088	0.0002
81	mardin çimento	0.0048	0.0000
82	meges boya	0.0011	0.0000
83	parsan makine parçaları	0.0002	0.0000
84	pınar su	0.0038	0.0000
85	tukaş	0.0082	0.0001
86	uki uluslar arası konfeksiyon	0.0044	0.0000

Uygulanan birim kök testleri sonucunda Sermaye Buyume Oranı serisinin birinci farkı alındığında da 21., 25., 44., firmaların durağan hale gelmedi saptanmıştır.

Her bir değişken için belirlenen durağan olmayan firmalar koentegrasyon analizinin aynı dereceden durağan seriler ile yapılma koşulu nedeniyle, panel birim kök ve panel koentegrasyon analizi için veri setinden çıkarılmıştır. Sonuç olarak analize 78 firma ile devam edilmiştir.

Analizin ikinci adımında, belirlenen 78 firmaya ait, X/Toplam Satış, KVB Buyume Oranı, UVB Buyume Oranı, Sermaye Buyume Oranı verilerine Im-Pesaran-Shin panel birim kök testi uygulanmıştır. Test sonucunda X/Toplam Satış serisinin düzey halde durağan olmadığı ancak, birinci farkına uygulanan Im-Pesaran-Shin testi sonucunda elde edilen değerlere göre serinin birinci dereceden durağan olduğu anlaşılmıştır. Diğer verilerin ise düzey halde durağan olduğu saptanmıştır.

Tablo 14: X/Toplam Satış Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Method		Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-0.1130	0.4550
Im, Pesaran and Shin t-bar		-1.5190	
T-bar critical values ***:	1% level	-1.7911	
	5% level	-1.7088	
	10% level	-1.6655	

Tablo 15: D (X/Toplam Satış) Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Method		Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-15.603	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar		-3.3306	
T-bar critical values ***:	1% level	-1.7940	
	5% level	-1.7108	
	10% level	-1.6664	

Tablo 16: KVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Method		Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-30.426	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar		-5.0434	
T-bar critical values ***:	1% level	-1.7920	
	5% level	-1.7094	
	10% level	-1.6652	

Tablo 17: UVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Method		Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-13.129	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar		-3.0219	
T-bar critical values ***:	1% level	-1.7911	
	5% level	-1.7088	
	10% level	-1.6655	

Tablo 18: Sermaye Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Method		Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat		-17.082	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar		-3.4783	
T-bar critical values ***:	1% level	-1.7911	
	5% level	-1.7088	
	10% level	-1.6655	

X/Toplam Satış serisinin birinci dereceden durağan olduğu, diğer serilerin ise düzey halde durağan olduğu sonucuna varıldıktan sonra, analizin bir sonraki aşamasında seriler için Pedroni panel koentegrasyon testi uygulanmıştır. Test sonuçları Tablo 19’da gösterilmiştir.

Tablo 19: D(X/Toplam Satış), KVB Buyume Oranı, UVB Buyume Oranı, Sermaye Buyume Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted <u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	-2.751476	0.0091	-5.435572	0.0000
Panel rho-Statistic	3.189199	0.0025	2.501823	0.0174
Panel PP-Statistic	-9.972890	0.0000	-12.54564	0.0000
Panel ADF-Statistic	-8.864714	0.0000	-11.03044	0.0000
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>		
Group rho-Statistic	6.406464	0.0000		
Group PP-Statistic	-17.29356	0.0000		
Group ADF-Statistic	-11.14914	0.0000		

Pedroni Panel Koentegrasyon testi sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu durum firmaların ihracatlarını arttırmak için hem bankalardan borçlanarak hem de sermaye piyasalarından hisse senedi ihraç ederek özkaynaklarını arttırmak suretiyle finanse edildiği anlamına gelmektedir. Ancak, hangisinin daha öncelikli olarak kullanıldığını anlayabilmek için değişkenler arasında ikili koentegrasyona bakmamız gerekmektedir. İkili koentegrasyonların sonuçları Tablo 20, 21 ve 22’de gösterilmektedir.

Tablo 20: D(X/Toplam Satış) Ve KVB Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted	<u>Prob.</u>
			<u>Statistic</u>	
Panel v-Statistic	5.148936	0.0000	-2.736019	0.0094
Panel rho-Statistic	-8.259848	0.0000	-6.747156	0.0000
Panel PP-Statistic	-24.05538	0.0000	-21.80887	0.0000
Panel ADF-Statistic	-21.06369	0.0000	-19.13507	0.0000
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>		
Group rho-Statistic	-2.352689	0.0251		
Group PP-Statistic	-29.57953	0.0000		
Group ADF-Statistic	-19.46957	0.0000		

Tablo 21: D(X/Toplam Satış) Ve UVB Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted	<u>Prob.</u>
			<u>Statistic</u>	
Panel v-Statistic	3.495865	0.0009	-2.356375	0.0248
Panel rho-Statistic	-8.202457	0.0000	-7.703816	0.0000
Panel PP-Statistic	-18.00537	0.0000	-21.46081	0.0000
Panel ADF-Statistic	-17.48806	0.0000	-19.55108	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	-2.384642	0.0232
Group PP-Statistic	-24.97539	0.0000
Group ADF-Statistic	-17.70964	0.0000

Tablo 22: D(X/Toplam Satış) Ve Sermaye Büyüme Oranı Değişkenleri İçin Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted	
			<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	0.403039	0.3678	-3.012616	0.0043
Panel rho-Statistic	-6.257594	0.0000	-6.923150	0.0000
Panel PP-Statistic	-18.82728	0.0000	-20.12951	0.0000
Panel ADF-Statistic	-17.20232	0.0000	-18.36465	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	-1.561643	0.1179
Group PP-Statistic	-23.19002	0.0000
Group ADF-Statistic	-16.71314	0.0000

Tablo 20, 21 ve 22'deki anlamlılık dereceleri incelendiğinde firmaların ihracatlarını arttırmak için öncelikle ve ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredilerini kullandıkları, ardından uzun vadeli banka kredisi kullanımını tercih ettikleri ve en son olarak da sermaye piyasalarından hisse senedi ihraç ederek özkaynaklarını arttırmak suretiyle finansman sağladıkları anlaşılmaktadır.

SONUÇ

Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası uygulanan ihracata dayalı sanayileşme politikası ile ihracat hem makro açıdan hem de mikro açıdan ekonomik büyümenin temel belirleyicisi olarak gösterilmektedir. Ekonomik büyümenin mikro boyutunu inceleyen çalışmada, ihracatın mikroekonomik büyümenin sağlanmasında öncü rol oynadığı düşüncesinden yola çıkarak firmaların büyümelerini sağlayacak olan ihracat artışlarının nasıl finanse edildiği açıklanmaya çalışılmıştır.

Firmalar büyümek için finansmana gereksinim duymaktadır bu finansmanı banka kanalı yoluyla borçlanarak ya/ya da sermaye kanalı yoluyla hisse senedi ihraç ederek (halka arz) bilançolarında yer alan özkaynaklarını arttırmak suretiyle sağlamaktadırlar. Banka kanalı ya/ya da sermaye kanalından hangisinin kullanılacağı finans literatüründe üç teoriyle açıklanmaktadır. Bu teoriler Modigliani-Miller Teoremi, Dengeleme (Trade-Off) Teorisi ve Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisidir. Firma finansmanının sağlanmasında Modigliani-Miller Teoremi, borçlanmanın vergi tasarrufu sağlamasından dolayı borçlanmanın firmalar için avantajlı bir olduğunu ileri sürmektedir. Dengeleme Teorisi ise, firmaların borçlanmadan sağlayacağı faydaları (vergi tasarrufu) ve maliyetleri (finansal sıkıntı, iflas maliyeti) dengeleyerek finansman yapısını belirlemesi gerektiğini savunmaktadır. Bu durumda firmalar finansmanlarını bir kısmını borçlanarak bir kısmını da sermaye arttırımı yoluyla dengeli bir biçimde temin etmektedir. Finansal Hiyerarşi Teorisine göre, firmalar finansmana gereksinim duyduğunda öncelikle en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynağı tercih etmelidirler. Bu teoride, firmalar finansman gereksinimlerini öncelikle kısa vadeli banka kredileriyle, daha sonra uzun vadeli banka kredileriyle ve en sonunda ise bilgi maliyetinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı ile sağlamaktadır.

Türkiye ekonomisinde ihracat yapan firmaların finansmanlarında hangi teorinin geçerli olup olmadığını ortaya çıkarmayı amaçlayan çalışmada, birinci ve ikinci 500 sanayi kuruluşu içerisinde yer alan ihracatçı firmaların ihracat artışlarında banka kanalı ve/veya sermaye kanalının etkisi olup olmadığı panel koentegrasyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda firmaların X/Toplam Satış, Kısa Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı, Uzun Vadeli Banka Kredileri Büyüme Oranı ve Sermaye (hisse senedi ihraç edilerek özkaynak arttırımı) Büyüme Oranı verilerine ait bütün seriler arasında uzun dönemli ilişkinin mevcut olduğu kararlaştırılmıştır. Bu durum firmaların ihracatlarını arttırmak için hem bankalardan borçlanarak hem de sermaye piyasalarından hisse senedi ihraç ederek özkaynaklarını arttırmak suretiyle finanse edildiği anlamına gelmektedir.

Çalışmada firmaların ihracat artışlarını gerçekleştirirken hangi finansman yöntemini daha ağırlıkta kullandıklarını açıklayabilmek için serilerin ikili koentegrasyonları yine Pedroni Panel Koentegrasyon analiziyle test edilmiştir. Analiz sonucunda firmaların ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredilerini kullanarak finansman sağladıkları sonucuna varılmıştır. İkili koentegrasyon analizinin sonuçları incelendiğinde firmaların ikinci sırada uzun vadeli banka kredileriyle, en son olarak da hisse senedi ihraç ederek özkaynaklarını arttırarak finansman sağladıkları anlaşılmaktadır. Dolayısıyla analizden elde edilen bulgular Türkiye'de ihracat yapan firmaların finansman kararlarını alırken Finansal Hiyerarşi Teorisine uygun olarak davrandıkları yönündedir.

Çalışmada ulaşılan sonuç finans sistemi banka merkezli olan Türkiye ekonomisi için firmaların bankalardan borçlanma yoluyla finansman sağlaması tesadüf değildir. Firmaların ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borçlanmaya yönelmeleri Türkiye ekonomisinde bankacılık sisteminin henüz gelişmediğini göstermektedir. Çünkü Türkiye ekonomisi sık sık ekonomik krizlere maruz kalmaktadır.

Ekonominin taşıdığı potansiyel risklerin varlığı bankacılık sisteminin yüksek risk primi ile çalışmasını gerektirmektedir. Bu ortamda bankalar, kaynak ihtiyacı içerisinde olan firmaları uzun vadeli banka kredileri ile desteklemede yetersiz kalmaktadır. Türkiye’de firmaların sermaye piyasalarına yönelmeleri de maliyetli olmaktadır. Çünkü, Türkiye’deki firmalar genellikle genç ve itibar sorunları olan firmalardır. Bu nedenle firmaların hisse senedi ve tahvil çıkararak sermaye piyasalarından doğrudan kaynak sağlamaları oldukça düşük düzeyde gerçekleşmektedir.

KAYNAKÇA

1. Agrawal, P. (2001). The Relationship Between Savings And Growth: Cointegration And Casuality Evidence From Asia. *Applied Economics*,33,499- 513.
2. Agarwal, S., ve Mothadi, H.(2004). Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries. *Global Finance Journal*, 15, 57-70.
3. Akdiş, M. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*. 2. baskı, Ankara, Gazi Kitabevi.
4. Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 17, Yenilenmiş 7. baskı, İstanbul, Avcıol Basım-Yayın.
5. Akhtar, S., ve Barry, O. (2005), The Determinants of Capital Structure For Japanese Multinational and Domestic Corporations. Erişim Tarihi:(2008, Ocak 25). <http://ecocomm.anu.edu.au/research/papers/pdf/0601.pdf>.
6. Aklin, K., ve Esin, O. (2008). *Türkiye' de KOBİ' lerin Basel- II' ye Uyum Süreci ve Öneriler*. İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 2008- 4.
7. Akyüz, Y. (1991). Dünya Ekonomisinin Kriz Yılları. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 6.,5- 11.
8. Akyüz, Y. (1993). Financial Liberalization. *UNCTAD Paper*, 56, 45- 79.
9. Albeni, M., ve Demir, Y. (2005). Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı). *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6, 1-18.
10. Altay, O. (2006). *Türk Bankacılık Sistemi*. EGE Üniversitesi Yayını, İzmir.
11. Altun, Oğuz., ve Mutan, C. (2007). Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi. *SPK Araştırma Raporu*,26.

12. Arslan,Ö., ve Küçükaksoy, İ. (2006).Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4,1-27.
13. Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’ de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 2, 75- 89.
14. Aybar, S., ve Lapavitsas, C. (2001). Türkiye'nin Son Krizi: Serbest Piyasa Otoritaryanizmine Doğru Bir Adım Daha mı?. *İktisat Dergisi*, 416, 52-58.
15. Aydemir, O., ve Demirhan, E. (2009). The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates Evidence From Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics* . ISSN: 1450- 2887.
16. Benito, A.(2003).The Capital Structure Decisions Of Firms: Is There A Pecking Order?. Erişim Tarihi: (2007,Haizran10). <http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0310e.pdf>.
17. Chirinko, R., ve Singha, A.R. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models Of Capital Structure: A Critical Comment Erişim Tarihi: (2007, Haziran 5).<http://jfe.rochester.edu/99377.pdf>.
18. Değirmen, S., Özağ, F. Ve Şengönül, A.(2005).Türkiye’ deki Firmaların Farklı Finansman Yöntemleri; 1. ve 2. Beşyüz Firma. 9. *Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi*, 1-15.
- 19.Demir, M., ve Sever,E. (2008).Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7, 170-196.
- 20.Demirgüç- Kunt, A., ve Maksimoviç,V. (1995). Stock Market Development

- and Firm Financing Choices. *Policy Research Working Paper*, No: 1461, 1- 48.
21. Demirgüç- Kunt, A., ve Detragiache, E. (998). Financial Liberalization and Financial Fragility. Erişim Tarihi ©2008 Mart 5). <http://ssrn.com/abstract=882587> .
22. Doğanlar, M., ve Dönek, E. (2001). *Küreselleşen Dünyada Türkiye Ekonomisi Serbest Piyasa Devriminin Serüveni*. Editör: Metin, Toprak. ve Ömer, Demir., Ankara, 1.baskı, Siyasal Kitapevi.
23. Durukan, B. (1997). Hisse Senetleri IMKB' de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990- 1995. *İMKB Dergisi*, 3, 25 – 40.
24. Durukan, B. (1999). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *İMKB Dergisi*, 11, 19-47.
25. Edwards, S., ve Wijnbergen, S.V. (1986). The Welfare Effects Of Trade and Capital Market Liberalization. *International Economic Review*, 1, 141- 148.
26. Edwards, F., ve Mışkın, F. (1995). The Decline Of Traditional Banking: Implications For Financial Stability and Regulatory Policy. Erişim Tarihi: (2008 Nisan 2008). <http://ssrn.com/abstract=226591>.
27. Ekinci, N.K. (1998). Türkiye' de 1980 Sonrası Kriz Dinamikleri ve İntibak Mekanizmaları. *Toplum ve Bilim Dergisi*, 77, 7- 26.
28. Ersel, H., ve Özatay, F. (2008). Fiscal Dominance and İnflation Targeting: Lessons From Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 6, 21- 35.
29. Esen, O. (2000). Financial Openness in Turkey., *International Review Of Applied Economics*, 14, 1- 6.
30. Fama, F. E., ve French, R.K.. (2000). Disappearing Dividends:

- Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay?. Erişim Tarihi:2008, Mart 5).<http://ssrn.com/abstract=203092> .
- 31.Frank, Z. M., ve Goyal, V.K. (2003).Capital Structure Decisions. Erişim Tarihi: (2008 Nisan 4). <http://ssrn.com/abstract=396020>.
- 32.Frank,M.Z., ve Goyal,V.K. (2005). Trade Off and Pecking Order Theories of Debt. Erişim Tarihi:(2008, Nisan 4).<http://ssrn.com/abstract=670543> .
- 33.Galindo, A., ve Schiantarelli,F. (2002). Credit Constraints in Latin America: An Overview of the Micro Evidence. *Inter-American Development Bank Latin American Research Network Working Paper*, No: R-472,1- 29.
- 34.Gallego, F., ve Loyza, N. (2001). Financial Structure Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects. Erişim Tarihi:(2009, Mayıs 3). http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Fin_Structure_in_Chile.pdf .
- 35.Greenwald, B., Stiglitz, J. ve Weiss, A. (1984). Informational Imperfections In The Capital Market And Macro Economic Fluctuations. *The American Economic Review*, 2, 194- 199.
- 36.Güloğlu, B. (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *Yeni Türkiye Dergisi*, 41, 524- 530.
- 37.Günel, M. (2007). *Para, Banka ve Finansal Sistem*,2. baskı, Ankara, Yeni Dönem Yayınları.
- 38.Haris, R., ve Sollis,R. (2003). *Applied Time Series Modelling And Forecasting*. John Wiley and Sons Ltd, England.
- 39.Kara, H., Küçük, H., Tuğer., Özlale,Ü., Tuğer,B., Devrim, Y., ve Yücel, M.E. (2005). Exchange Rate Pass Through in Turkey: Has It Changed and To What Extent ?. *Merkez Bankası Araştırma Raporu*, No: 05/ 04.

40. Karaca, O. (2009). Ekonomide 2008' in İlk Verileri İyi. Erişim Tarihi: (2009, Mayıs 15).http://www.uedtp.org.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/dergi/Ekonomist_240208-Gosterge_O%20Karaca.pdf.
41. Köne,A.Ç. (2003). Para- Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2, 233- 246.
42. Levine, R. (2007). More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?. *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, Temmuz/Ağustos 2007, 43.
- 43.Marsh, P. (1982). The Choice Between Equality and Debt: An Emprical Study. *Journal of Finance*, 37, 121-144.
- 44.Modigliani, F., ve Miller,M.. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261- 297.
- 45.Modigliani, F., ve Miller, M. (1963). The Cost OF Capital, Corporote Finance, and the Theory of Investment . *American Economic Review*, 53, 433- 443.
- 46.Muharrem, A. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*. Anadolu Üniversitesi yayınları, No: 1558.
- 47.Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Barrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- 48.Myers, S.C., ve Majluf,N. S.(1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- 49.Oğuzhan, A. (2006). *Türk Bankacılık Sistemi*, Ege Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 5.
- 50.Oksay,S. (2000).Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Re-regülasyon) ihtiyacı ve Türk Finans Sistemi. Erişim Tarihi: (2009, Ocak 2).<http://www.econturk.org/>

- 51.Oktar, T. (1993). *Türkiye' de Finans Sisteminin Geleceği Üzerine Düşünceler*, içinde: Türkiye' de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikalar, Türkiye Araştırmaları İktisat Politikası Seçenekleri 2, (Ed.Berksoy,T., ve Boratav,B.), İstanbul, Tarih Vakfı Yayınları.
- 52.Özatay, F. (2009). Türkiye' de 2000- 2008 Döneminde Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 24, 51.
- 53.Özer, H. Gül. (2006). *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)* . SPK Yayınları, Yayın No: 189.
- 54.Özmen, M. (2007). Farklı Döviz Kuru Rejimleri Altında Hisse Senetleri Fiyatları İle Döviz Kurları Arasındaki İlişkilerin Ekonometrik Analizi. *ÇÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 519- 538.
- 55.Pedroni, P.(1999). Critical Values For Cointegration Test sın Heterogeneous Panels With Multiple Regression. *Oxford Bulletin Of Economics and Statics*, 61, 653-678.
- 56.Rajan, R.G., ve Zingales,L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, ,5,1421- 1460.
- 57.Rajan, R.. G.,. ve Zingales,L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*,88, 559-586.
- 58.Sarıdoğan, E., ve Beşer,M.K.. (2007). Analysing The Panel Time Series Econometric Techniques: An Application on Turkey And Latin American Countributions. Erişim Tarihi: (2008, Şubat 2). <http://web.inonu.edu.tr/~eisemp8/bildiri-pdf/saridogan-beser.pdf> .
- 59.Sayılgan, G., Karabacak,H.. ve Küçükkoçaoğlu.,G..(2006).The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish

Panel Data. Erişim Tarihi: (2008, Nisan 12). <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf>.

- 60.**Schmukler, S. L., ve Vesperoni, E. (2001). Globalisation and Firms Financing Choices: Evidence from Emerging Economies. *International Monetary Fund Working Paper*, No: 01/95.
- 61.**Sunal, S., ve Elçin, A. (2004). Türk İmalat Sanayinde İstihdam, İhracat ve Kapasite kullanım Oranı İlişkisi. Erişim: (2008, Mayıs 20) <http://www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o4s2.pdf>.
- 62.**Şen, M., ve Oruç,E. (2008). Testing of Pecking Order Theory in ISE”. *International Research Journal of Finance and Economics*,1-8.
- 63.**Tahran, V. (2002). *Reel Sektör- Sermaye Piyasası İlişkisi: Kurumsal Finansman Olanakları*, TSPAKB Yayınları.
- 64.**Thorsten, B., Demircuc-Kunt,A. Laeven, L. ve Levine,R. (2004). Finance, Firm Size, and Growth. *NBER Working Paper*, No. 10983, 1-39.
- 65.**Uygur, E. (1993). Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey. *Merkez Bankası Araştırma Raporu*, 1- 51.
- 66.**Yalçın, C., Yücel,O.Ç ve Özbay,P.Ö. (2005). Mali Yapı ve Mali Derinliğin Ekonomik Büyümedeki Rolü: Şirketler Düzeyinde Analiz. *TUSIAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Tartışma Tebliğleri*, Yayın No. EAF. 2005-06.001,1-120.
- 67.**Yeldan, E. (2006). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi; Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 12. baskı, İstanbul, İletişim Yayınları.
- 68.**TÜİK, (2008). Yıllara Dış Ticaret Tablosu, Dış Ticaret İstatistikleri.

69.TÜİK, (2009). Genis Ekonomik Grupların Sınıflamasına (GEGS) Göre Dış Ticaret Tablosu, Dış Ticaret İstatistikleri.

70.TBB, (2007). Seçilmiş Rasyolar, İstatistiki Rapor.

71.TSPAKB, (2009). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu.

72.İMKB, Yıllık Raporları.

EK 1: Tez Verileri

Firmalar	Yıllar	X/Toplam Sat	Sermaye Buyume Oranı	KVB Buyume Oranı	UVB Buyume Oranı
adana çimento	1997Q4	0,2872	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2241	1,1500	0,0000	2,1268
	1999Q4	0,1779	0,8000	0,0000	0,3312
	2000Q4	0,2221	0,4900	0,0000	-0,2244
	2001Q4	0,3183	0,2900	0,0000	-0,0422
	2002Q4	0,4033	0,3800	0,0000	-0,6208
	2003Q4	0,3236	0,6000	0,0000	-0,9965
	2004Q4	0,4048	1,0674	0,0000	-0,3333
	2005Q4	0,4097	0,0000	0,0000	-0,5000
	2006Q4	0,2476	0,5926	0,0000	-1,0000
	2007Q4	0,1904	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,2406	0,0295	0,0000	0,0000
akal tekstil	1997Q4	0,3839	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3739	0,5000	3,2699	-0,3973
	1999Q4	0,4722	0,0000	0,4913	-0,3797
	2000Q4	0,4538	0,0000	-0,0091	59,7133
	2001Q4	0,5775	0,0000	-0,4794	1,0159
	2002Q4	0,4570	2,0000	2,0484	-0,5525
	2003Q4	0,3932	0,0000	0,2528	-1,0000
	2004Q4	0,4591	0,0000	3,1042	0,0000
	2005Q4	0,3999	0,1000	0,1855	-0,1937
	2006Q4	0,4533	0,0000	-0,1533	2,4960
	2007Q4	0,4688	2,8530	-0,6491	-1,0000
	2008Q4	0,9297	0,0005	-0,7130	0,0000
akçansa	1997Q4	0,2683	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1765	4,0000	1,0483	0,0163
	1999Q4	0,1989	1,0000	0,4775	-0,1374
	2000Q4	0,2480	0,0000	0,0798	-0,9998
	2001Q4	0,3226	0,0000	0,1569	-1,0000
	2002Q4	0,2819	1,5000	-0,0602	0,0000
	2003Q4	0,2500	0,0000	-1,0000	0,0000
	2004Q4	0,1587	0,0000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,0939	3,2247	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,0609	0,0000	-0,9245	0,0000
	2007Q4	0,0412	0,0000	110,8572	0,0000
	2008Q4	0,1315	0,0000	0,9487	-0,0050
akın tekstil	1997Q4	0,6364	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,7985	2,0000	1,3421	0,1353
	1999Q4	0,8080	0,0000	0,5911	0,5231
	2000Q4	0,9996	3,0000	0,2676	0,2593
	2001Q4	0,7604	0,0000	0,1359	2,0082

	2002Q4	0,6938	2,0000	1,4883	0,1949
	2003Q4	0,7154	0,0000	-0,2809	0,2738
	2004Q4	0,8269	0,0000	0,2919	0,7697
	2005Q4	0,8064	0,0000	-0,1676	-0,2437
	2006Q4	0,7787	0,0000	-0,0026	-0,1557
	2007Q4	0,7492	0,0000	0,2185	-0,2944
	2008Q4	0,7356	0,0000	-0,7268	-0,8850
aksa arkilik kimya	1997Q4	0,1702	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2647	0,7500	37,5114	0,2949
	1999Q4	0,2442	0,0000	5,9995	-0,3681
	2000Q4	0,2343	0,7500	1,4014	-0,4490
	2001Q4	0,3675	0,0000	0,9961	-0,6482
	2002Q4	0,3038	0,2500	0,5976	-1,0000
	2003Q4	0,3702	0,2500	-0,8117	0,0000
	2004Q4	0,3278	0,0000	8,2579	0,0000
	2005Q4	0,2883	0,0000	1,0769	-0,1937
	2006Q4	0,3064	3,0506	0,4764	2,4960
	2007Q4	0,4355	0,0000	-0,4670	-0,8292
	2008Q4	0,3922	0,0000	0,4791	4,5929
aksu iplik dokuma	1997Q4	0,2583	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2696	2,0550	0,3405	9,9003
	1999Q4	0,3722	0,1000	0,5455	3,3386
	2000Q4	0,3518	0,0000	1,3367	0,2788
	2001Q4	0,4834	0,4000	0,2345	-1,0000
	2002Q4	0,4231	0,5000	0,8783	0,0000
	2003Q4	0,4010	0,0000	-0,3592	-1,0000
	2004Q4	0,3338	0,0000	3,3553	0,0000
	2005Q4	0,3301	1,1807	-0,3734	0,0000
	2006Q4	0,3128	0,0000	0,6426	1,0729
	2007Q4	0,3380	0,0000	0,5467	-0,8653
	2008Q4	0,4326	0,0000	0,5553	30,4752
alarko carrier	1997Q4	0,0181	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0251	0,0000	0,0000	0,1739
	1999Q4	0,0305	0,0000	0,0000	0,2128
	2000Q4	0,0292	0,0000	20,6144	1,5616
	2001Q4	0,1178	0,0000	19,4736	-1,0000
	2002Q4	0,0850	0,0000	0,1402	0,0000
	2003Q4	0,1420	7,0000	-0,1383	0,0000
	2004Q4	0,1579	0,0000	0,0161	0,0000
	2005Q4	0,1442	0,0000	0,9252	0,0000
	2006Q4	0,1365	0,0000	-0,1114	0,0000
	2007Q4	0,1677	0,0000	1,2076	0,0000
	2008Q4	0,2103	0,0000	-0,6378	0,0000

alcatel teletaş	1997Q4	0,1021	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2565	0,0000	0,0000	0,0000
	1999Q4	0,1979	0,0000	0,0000	0,0000
	2000Q4	0,2007	3,0000	-0,0956	0,3428
	2001Q4	0,1798	0,0000	1,8523	1,2069
	2002Q4	0,1554	0,0000	-0,9635	1,8333
	2003Q4	0,0487	0,0000	-0,5445	-0,3171
	2004Q4	0,0927	1,7500	7,8811	0,0468
	2005Q4	0,1585	0,0000	0,5335	0,2980
	2006Q4	0,1292	0,0000	-0,2135	-1,0000
	2007Q4	0,0992	0,7591	-0,9517	0,0000
	2008Q4	0,1960	0,0000	30,0874	0,0000
altıntıldız	1997Q4	0,2821	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3537	3,0000	1,4375	-0,6092
	1999Q4	0,3660	0,0000	0,6692	7,8068
	2000Q4	0,3249	0,0000	0,2942	2,5096
	2001Q4	0,4022	0,0000	2,0428	-0,6274
	2002Q4	0,3205	14,0000	-0,5317	9,4145
	2003Q4	0,2141	0,0000	0,2691	-1,0000
	2004Q4	0,2653	0,0000	0,2193	0,0000
	2005Q4	0,1936	0,0000	-0,0471	0,0000
	2006Q4	0,1419	0,1034	0,7736	0,0000
	2007Q4	0,1759	0,0000	-0,6601	0,5000
	2008Q4	0,1779	0,0000	3,2773	-0,7981
anadolu cam	1997Q4	0,2442	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2620	1,0000	0,7376	-0,3683
	1999Q4	0,1229	0,3241	0,4241	-0,3172
	2000Q4	0,1303	4,8641	0,9583	0,6028
	2001Q4	0,1238	0,4743	-0,4213	3,0215
	2002Q4	0,1538	0,3676	8,1273	-0,2252
	2003Q4	0,0977	0,5650	1,9308	-0,2918
	2004Q4	0,0803	0,0017	0,2876	4,2969
	2005Q4	0,3126	0,0000	0,4961	1,1320
	2006Q4	0,4042	0,0000	0,8880	0,3434
	2007Q4	0,4685	1,0867	0,0000	-0,0172
	2008Q4	0,1045	0,0958	1,3175	1,1108
arçelik	1997Q4	0,1087	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1521	1,0000	0,0150	0,4136
	1999Q4	0,1773	0,9951	4,7910	0,7062
	2000Q4	0,1521	0,5000	16,2100	-0,2058
	2001Q4	0,2945	0,5000	-0,6664	3,4399
	2002Q4	0,3499	0,6000	0,1374	0,2622
	2003Q4	0,4802	1,7500	-0,3433	-0,0473

	2004Q4	0,9985	0,0000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,4029	0,0000	1,2194	1,5910
	2006Q4	0,4900	0,0000	25,8497	0,9272
	2007Q4	0,5217	0,0000	0,3510	-0,0496
	2008Q4	0,4985	0,0000	0,4717	0,5832
aselsan	1997Q4	0,1307	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0906	0,5000	0,3351	-0,1754
	1999Q4	0,1173	0,5000	1,5733	-0,3328
	2000Q4	0,1288	1,0000	1,8151	-0,4884
	2001Q4	0,0935	0,0000	0,1400	-0,7003
	2002Q4	0,0606	2,0000	-0,9844	-1,0000
	2003Q4	0,1617	0,0000	0,2856	0,0000
	2004Q4	0,1353	0,0000	0,2895	0,0000
	2005Q4	0,0709	0,0000	20,5156	0,0000
	2006Q4	0,0331	0,0000	-0,9290	0,0000
	2007Q4	0,0438	0,0000	0,8418	0,0000
	2008Q4	0,2409	3,0000	3,4421	0,0000
berdan tekstil	1997Q4	0,5274	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6923	4,0000	2,1252	0,4836
	1999Q4	0,5032	0,0000	2,1999	-0,3702
	2000Q4	0,5373	0,0000	-0,6086	11,8473
	2001Q4	0,7286	1,0000	-0,0980	0,9880
	2002Q4	0,6702	0,0000	0,1719	0,0685
	2003Q4	0,6935	0,0000	0,3645	-0,2856
	2004Q4	0,7406	0,0000	-0,0024	0,1753
	2005Q4	0,7524	0,0000	1,0203	-0,2789
	2006Q4	0,7228	0,0000	-0,8357	0,0424
	2007Q4	0,6944	0,0000	0,9302	-0,2778
	2008Q4	0,7283	0,0000	0,9552	0,8252
birlik mensucat	1997Q4	0,3169	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,4106	0,0000	-0,1656	0,0000
	1999Q4	0,5117	0,5000	1,0076	0,0000
	2000Q4	0,4861	1,0250	0,1461	0,0000
	2001Q4	0,5669	1,0000	1,8165	0,0000
	2002Q4	0,6185	0,0000	-0,4680	4,2730
	2003Q4	0,5974	0,0000	0,9102	-0,0156
	2004Q4	0,4616	1,0000	0,1246	0,1815
	2005Q4	0,4712	0,0000	0,1471	2,7031
	2006Q4	0,4335	0,0000	0,9396	-0,0381
	2007Q4	0,2938	0,0000	-0,0640	0,8940
	2008Q4	0,1872	0,0000	0,0727	-0,1291
borusan manessman	1997Q4	0,2104	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2928	0,0000	0,0478	-1,0000

	1999Q4	0,2454	0,0000	2,2666	0,0000
	2000Q4	0,2701	6,0000	-0,2914	0,0000
	2001Q4	0,4160	0,0000	-0,3810	0,0000
	2002Q4	0,3233	2,0000	4,1453	0,0000
	2003Q4	0,2922	0,0000	0,5706	0,0000
	2004Q4	0,2851	0,0000	0,2617	0,0000
	2005Q4	0,3507	0,5000	-0,7865	0,0000
	2006Q4	0,3673	0,0000	0,8468	8,1731
	2007Q4	0,4084	0,0000	-0,1702	0,8784
	2008Q4	0,5079	0,0000	1,9969	-0,0357
bossa	1997Q4	0,3853	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3573	0,0000	0,8326	0,5097
	1999Q4	0,3430	1,0000	0,9715	-0,2830
	2000Q4	0,4018	0,0000	0,2124	-0,4388
	2001Q4	0,5493	0,0000	-0,4803	66,8532
	2002Q4	0,6345	1,5000	0,6061	-0,4342
	2003Q4	0,6389	0,5000	-0,0206	-1,0000
	2004Q4	0,6165	0,0000	-0,3699	0,0000
	2005Q4	0,5868	0,6000	1,3097	0,0000
	2006Q4	0,4552	0,0000	0,0234	0,0000
	2007Q4	0,4604	0,0000	0,0669	0,0000
	2008Q4	0,4940	0,0000	-0,4267	0,0000
brisa briston	1997Q4	0,1791	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1503	0,0000	2,4475	0,0000
	1999Q4	0,2105	0,0000	-0,7200	0,0000
	2000Q4	0,1936	0,0000	-1,0000	0,0000
	2001Q4	0,3323	0,0000	0,0000	0,0000
	2002Q4	0,2998	0,0000	-0,3735	0,0000
	2003Q4	0,3261	0,0000	0,6054	0,0000
	2004Q4	0,2964	0,0153	0,6451	0,0000
	2005Q4	0,3035	-0,9809	-0,1991	-1,0000
	2006Q4	0,2810	0,0000	35,5287	0,0000
	2007Q4	0,3025	0,0000	0,2180	0,0000
	2008Q4	0,2882	0,0000	0,5716	0,0000
bursa çimento	1997Q4	0,0485	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0972	3,0000	0,0000	0,0000
	1999Q4	0,1537	1,0000	2,0594	0,0000
	2000Q4	0,2854	0,0000	-0,3476	0,0000
	2001Q4	0,4068	0,0000	-0,9703	0,0000
	2002Q4	0,4108	2,0000	0,1955	0,0000
	2003Q4	0,3815	0,0000	0,1655	0,0000
	2004Q4	0,3042	1,0000	3,2434	0,0000
	2005Q4	0,2393	0,0000	2,8856	0,0000

	2006Q4	0,1471	1,0000	0,1665	-0,3256
	2007Q4	0,1765	0,0000	0,5506	3,5733
	2008Q4	0,2718	0,5000	1,9707	-0,1163
çbs boya	1997Q4	0,1658	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1836	0,0000	1,1287	0,0000
	1999Q4	0,0749	0,0000	-0,5199	675457,4000
	2000Q4	0,0907	4,0000	-0,5193	0,5478
	2001Q4	0,1782	1,5248	0,6835	0,5304
	2002Q4	0,1520	0,0000	1,0955	-0,5175
	2003Q4	0,1055	0,0000	0,1297	-1,0000
	2004Q4	0,0864	0,0000	0,4851	0,0000
	2005Q4	0,0756	2,0000	-0,3702	-0,1976
	2006Q4	0,1013	0,0000	0,4500	-0,0741
	2007Q4	0,0551	0,0000	1,7298	-1,0000
	2008Q4	0,0368	0,0000	0,2910	0,0000
çemtaş	1997Q4	0,0575	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0654	0,0000	0,0000	-0,1781
	1999Q4	0,2637	1,6000	-0,3287	-0,5380
	2000Q4	0,2467	0,0000	-0,6732	-0,6409
	2001Q4	0,4647	0,0000	1,2751	-1,0000
	2002Q4	0,5000	0,0000	-0,4980	0,0000
	2003Q4	0,3870	0,0000	-0,6444	0,0000
	2004Q4	0,4013	2,7500	0,3136	0,0000
	2005Q4	0,3724	0,0000	-1,0000	0,0000
	2006Q4	0,3647	1,0000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,4359	0,5500	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,5197	0,0000	-0,1434	0,0000
çimbeton	1997Q4	0,0065	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0065	0,0000	0,0000	0,0000
	1999Q4	0,0109	0,0000	0,0000	0,0000
	2000Q4	0,0053	2,0000	0,0000	0,0000
	2001Q4	0,0104	0,0000	0,0000	0,0000
	2002Q4	0,0017	0,0000	0,0000	0,0000
	2003Q4	0,0140	0,0000	0,0000	0,0000
	2004Q4	0,0081	0,0000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,0046	0,0000	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,0022	0,0000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,0019	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,0013	0,0000	0,0000	0,0000
dardanel	1997Q4	0,6654	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,7539	2,0000	0,7747	2,9161
	1999Q4	0,7586	0,0000	0,0882	23,9518
	2000Q4	0,6968	0,6800	0,5074	-0,2062

	2001Q4	0,2229	0,0000	-0,0784	1,8310
	2002Q4	0,4938	0,0000	0,5243	0,1105
	2003Q4	0,4719	0,1600	-1,0000	1,5201
	2004Q4	0,1783	0,0000	0,0000	0,1198
	2005Q4	0,4743	1,0000	-0,0002	0,0631
	2006Q4	0,4488	0,0000	3,6430	0,1452
	2007Q4	0,2979	0,0000	1,1258	-0,2156
	2008Q4	0,5074	0,0000	5,0798	0,3543
deva	1997Q4	0,1272	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0876	0,0000	1,7536	0,1488
	1999Q4	0,1024	0,0000	0,2476	0,1134
	2000Q4	0,0405	3,0000	1,2103	0,8664
	2001Q4	0,0765	0,0000	0,4035	0,7779
	2002Q4	0,0687	0,0000	-0,0096	14,7047
	2003Q4	0,0637	0,0000	0,4784	-0,4449
	2004Q4	0,0316	0,5794	-0,1495	0,7665
	2005Q4	0,0308	0,8995	0,3557	0,1294
	2006Q4	0,0375	0,0000	-0,7116	-0,4755
	2007Q4	0,0263	0,0000	1,1002	-0,7863
	2008Q4	0,0214	0,0000	2,3358	6,3207
eczacıbaşı yapı gereçleri	1997Q4	0,4678	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5123	0,0000	-0,9334	5,3424
	1999Q4	0,5557	0,0000	33,6783	-0,9996
	2000Q4	0,5486	0,2500	3,3422	-0,7006
	2001Q4	0,6913	0,0000	-0,1363	-1,0000
	2002Q4	0,7066	0,0000	-0,7831	0,0000
	2003Q4	0,7548	21,5000	7,0396	0,0000
	2004Q4	0,6100	0,0000	0,3927	0,0000
	2005Q4	0,5637	0,0000	4,3477	0,0000
	2006Q4	0,5235	0,0000	0,5896	0,2975
	2007Q4	0,4650	0,0000	0,5236	-0,3523
	2008Q4	0,3919	0,7778	1,0854	2,4194
ege endüstri	1997Q4	0,3691	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,7177	0,0000	17,6098	0,3677
	1999Q4	0,6514	0,0000	0,8144	-0,3370
	2000Q4	0,3028	8,0000	-0,4244	-0,4445
	2001Q4	0,8836	0,0000	-0,9284	-0,8001
	2002Q4	0,7204	0,0000	-1,0000	-1,0000
	2003Q4	0,3910	0,0000	0,0000	0,0000
	2004Q4	0,4904	0,0000	6,7253	0,0000
	2005Q4	0,5518	0,0000	1,2110	0,0000
	2006Q4	0,6240	0,0000	-1,0000	0,0000
	2007Q4	0,6129	0,0000	0,0000	0,0000

	2008Q4	0,6203	0,0000	7,5743	27,5778
ege seramik	1997Q4	0,3020	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3150	2,4000	-0,0552	0,6842
	1999Q4	0,3810	0,0000	3,1194	0,1779
	2000Q4	0,3568	0,0000	0,2365	-0,1003
	2001Q4	0,4170	3,0000	2,4743	-0,1928
	2002Q4	0,5333	0,0000	-0,5420	10,7360
	2003Q4	0,4945	1,1500	0,0153	-0,5086
	2004Q4	0,5050	0,0000	-0,0813	0,4924
	2005Q4	0,3197	0,0000	0,2907	-0,6690
	2006Q4	0,3224	0,0000	0,2694	-0,2267
	2007Q4	0,3489	0,0000	-0,9844	6,4654
	2008Q4	0,3708	0,4250	38,7232	-0,4949
ege plast	1997Q4	0,1153	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1067	0,0000	6,6491	1,3908
	1999Q4	0,1891	0,0000	0,4182	-0,1829
	2000Q4	0,0634	9,0000	1,2044	1,4106
	2001Q4	0,3289	0,0000	2,1874	1,3418
	2002Q4	0,1596	0,7942	-0,9022	1,8643
	2003Q4	0,0837	0,0000	-0,0812	-0,1950
	2004Q4	0,1783	0,8578	-0,5528	0,1882
	2005Q4	0,0606	0,0000	-0,1094	0,0737
	2006Q4	0,0995	0,0000	0,7970	0,0936
	2007Q4	0,3489	0,0000	-0,6339	-0,0264
	2008Q4	0,2028	0,0000	134,1620	-1,0000
erbosan erciyes boru	1997Q4	0,4918	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5075	0,0000	0,2509	0,0000
	1999Q4	0,4934	1,0000	0,3911	0,0000
	2000Q4	0,5036	0,0000	7,4556	0,0000
	2001Q4	0,6811	0,0000	-0,6782	0,0000
	2002Q4	0,4545	3,5000	-0,1513	0,0000
	2003Q4	0,4412	0,0000	2,9866	0,0000
	2004Q4	0,4240	0,0000	-0,0523	0,0000
	2005Q4	0,3453	0,0000	-0,0022	0,0000
	2006Q4	0,3399	0,0000	-0,0613	0,0000
	2007Q4	0,3483	0,0000	-0,1945	0,0000
	2008Q4	0,4111	0,0000	1,0512	0,0000
ereğli demir elik	1997Q4	0,2337	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1735	0,0000	14,3670	0,4338
	1999Q4	0,1667	6,0000	-0,9645	0,6051
	2000Q4	0,1621	0,0000	20,5623	0,1388
	2001Q4	0,3551	0,0000	11,8610	0,6001
	2002Q4	0,2326	0,0000	-0,6639	0,0575

	2003Q4	0,1839	0,0000	-0,1433	-0,1802
	2004Q4	0,2105	10,0000	6,4732	-0,1887
	2005Q4	0,2017	0,0000	0,4107	2,4976
	2006Q4	0,2230	0,0000	-0,1777	0,8055
	2007Q4	0,1396	0,7300	-0,7247	0,1692
	2008Q4	0,2308	0,3611	17,8083	0,2666
feniş alüminyum	1997Q4	0,4135	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5068	1,8000	0,8772	0,0000
	1999Q4	0,5015	0,0000	0,6878	0,0000
	2000Q4	0,4930	1,5000	-0,0389	-0,4295
	2001Q4	0,7004	0,0000	1,8127	-1,0000
	2002Q4	0,5929	6,0000	1,2773	0,0000
	2003Q4	0,6156	0,0000	-1,0000	0,0000
	2004Q4	0,5606	0,3500	0,0000	-0,0464
	2005Q4	0,6304	0,0000	0,0000	0,0419
	2006Q4	0,5963	0,0000	0,0000	0,0662
	2007Q4	0,5807	1,3000	0,0000	-0,1853
	2008Q4	0,6236	0,1444	0,0000	0,1507
ford otomotiv	1997Q4	0,0173	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0104	0,0000	0,0000	-0,2537
	1999Q4	0,0087	20,0000	0,0000	3062,5874
	2000Q4	0,0121	0,0000	0,0000	0,4899
	2001Q4	0,2251	1,5000	26,2500	1,3787
	2002Q4	0,4708	0,0000	3,8543	0,3304
	2003Q4	0,3484	3,0000	-0,7057	0,1201
	2004Q4	0,4471	0,0000	-0,9584	-0,2330
	2005Q4	0,4272	0,2000	-0,0751	-0,4609
	2006Q4	0,5080	0,0000	42,8215	-0,4951
	2007Q4	0,5755	0,0000	-1,0000	2,5007
	2008Q4	0,6726	0,0000	0,0000	-0,2380
goodyear	1997Q4	0,3153	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3596	7,5000	4,7646	0,0000
	1999Q4	0,3989	0,7500	0,3207	0,0000
	2000Q4	0,4415	0,5000	-0,1738	0,0000
	2001Q4	0,6705	0,0000	3,7251	1,5716
	2002Q4	0,6073	0,0000	0,3796	-1,0000
	2003Q4	0,5720	0,0000	0,1733	0,0000
	2004Q4	0,5533	0,0000	-0,1873	0,0000
	2005Q4	0,5919	0,0000	0,3368	0,0000
	2006Q4	0,6065	0,0000	-0,1272	0,0000
	2007Q4	0,6079	0,0000	-0,4678	0,0000
	2008Q4	0,6372	0,0000	0,7211	0,0000
göldaş çimento	1997Q4	0,0688	0,0000	0,0000	0,0000

	1998Q4	0,0084	5,0000	-0,9288	0,0000
	1999Q4	0,0526	0,0000	77,9169	0,0000
	2000Q4	0,0702	0,0000	-0,1933	0,0000
	2001Q4	0,2197	0,0000	-0,9010	1,1430
	2002Q4	0,1765	1,0000	24,7042	-1,0000
	2003Q4	0,1292	0,0000	-0,9464	0,0000
	2004Q4	0,0505	0,0000	2,4519	0,0000
	2005Q4	0,1293	0,0000	-0,1758	-0,5902
	2006Q4	0,0219	0,0000	-0,4352	-1,0000
	2007Q4	0,1062	0,0000	-1,0000	0,0000
	2008Q4	0,2925	0,0000	0,0000	0,0000
gübre fabrikası	1997Q4	0,0048	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0302	0,0000	0,0000	0,0000
	1999Q4	0,0014	3,3400	0,0000	0,0000
	2000Q4	0,0226	0,0000	0,0000	0,0000
	2001Q4	0,0031	0,0000	0,0000	0,0000
	2002Q4	0,0146	0,0000	-1,0000	0,0000
	2003Q4	0,0105	8,0000	0,0000	0,0000
	2004Q4	0,0063	0,0000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,0045	0,0000	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,0072	0,0000	-1,0000	0,0000
	2007Q4	0,0191	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,3374	2,7113	9,9998	79,2108
heктаş	1997Q4	0,0230	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0402	0,9300	3,7776	2,0547
	1999Q4	0,0161	1,3187	0,8279	-1,0000
	2000Q4	0,0249	0,4600	-0,5975	0,0000
	2001Q4	0,0352	0,3189	-0,4008	0,0000
	2002Q4	0,0313	0,4380	0,4469	-1,0000
	2003Q4	0,0265	0,5850	-0,7432	0,0000
	2004Q4	0,0315	0,4000	0,5104	-1,0000
	2005Q4	0,0273	0,2500	-0,4210	0,0000
	2006Q4	0,0266	0,1864	-0,2671	0,0000
	2007Q4	0,0238	0,0000	1,6987	0,0000
	2008Q4	0,0262	0,0000	0,1866	0,0000
ihlas ev aletleri	1997Q4	0,0581	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0107	2,0000	9,8820	-1,0000
	1999Q4	0,0449	0,0000	-0,8775	0,0000
	2000Q4	0,0029	2,0000	6,9224	-1,0000
	2001Q4	0,0199	0,0000	1,1641	0,0000
	2002Q4	0,0546	1,5000	0,0383	0,0000
	2003Q4	0,0809	2,0000	-0,9230	0,0000
	2004Q4	0,0631	0,0000	2,3610	-1,0000

	2005Q4	0,0628	0,0000	0,2311	0,0000
	2006Q4	0,1165	0,7558	3,0605	0,0000
	2007Q4	0,1422	1,2781	-0,1931	0,0000
	2008Q4	0,1554	0,3126	0,8329	0,0000
karsu tekstil	1997Q4	0,0500	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1396	1,0000	-0,5500	7,5485
	1999Q4	0,2157	0,0000	1,9004	-0,4255
	2000Q4	0,1344	0,0000	-0,5092	34,8937
	2001Q4	0,1533	0,0000	6,8556	0,7598
	2002Q4	0,1887	4,0001	-0,3322	-0,4310
	2003Q4	0,2349	0,0000	3,2178	-0,4998
	2004Q4	0,1985	2,0000	0,4116	-0,6739
	2005Q4	0,2298	0,0000	0,0610	3,0653
	2006Q4	0,3090	0,0000	-0,3587	0,9739
	2007Q4	0,3421	0,0000	-0,3553	0,4647
	2008Q4	0,3182	0,0949	1,5093	-0,3807
kartonsan	1997Q4	0,0608	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0305	0,0000	-1,0000	-0,4846
	1999Q4	0,1097	0,0000	0,0000	-0,6640
	2000Q4	0,0708	0,0000	-0,7367	-0,6215
	2001Q4	0,0501	0,0000	-1,0000	-1,0000
	2002Q4	0,1138	0,0000	0,0000	0,0000
	2003Q4	0,2630	0,0000	0,5584	0,0000
	2004Q4	0,2698	0,0000	0,2343	0,0000
	2005Q4	0,2666	0,2181	-1,0000	0,0000
	2006Q4	0,2748	0,4000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,3176	0,0007	245,2282	0,0000
	2008Q4	0,3030	0,0000	-0,0794	0,0000
kerevitaş	1997Q4	0,3948	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3849	7,0187	-0,2073	0,1170
	1999Q4	0,2593	0,0000	1,2786	0,2334
	2000Q4	0,2754	0,0000	0,9648	0,7510
	2001Q4	0,3172	0,0000	1,0452	0,3982
	2002Q4	0,2345	0,0000	0,4604	-0,9102
	2003Q4	0,1980	0,0000	-0,9854	105,4029
	2004Q4	0,1448	0,0000	0,6890	-0,0442
	2005Q4	0,0917	0,0000	-0,1246	-0,0080
	2006Q4	0,0912	0,0000	0,2163	0,0486
	2007Q4	0,0420	0,0000	-0,3636	-0,1376
	2008Q4	0,0214	0,0000	4,8880	0,2938
kütahya porselen	1997Q4	0,1191	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1980	0,0000	12,9057	-0,9796
	1999Q4	0,1849	0,0000	0,5386	-0,3787

	2000Q4	0,1088	2,0000	0,6310	-0,6096
	2001Q4	0,2795	0,0000	-0,9716	-1,0000
	2002Q4	0,2142	0,0000	-0,3002	0,0000
	2003Q4	0,2361	0,0000	-0,2236	0,0000
	2004Q4	0,2224	0,0000	-0,8687	0,0000
	2005Q4	0,1866	0,0000	2,9559	0,0000
	2006Q4	0,1671	0,0000	141,2357	0,0000
	2007Q4	0,2399	0,0000	1,0560	0,0000
	2008Q4	0,3491	10,0000	-0,1676	0,0000
lafarge aslan çimento	1997Q4	0,0358	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0038	0,0000	58,7896	0,0000
	1999Q4	0,0590	19,0000	16,0191	0,0000
	2000Q4	0,0628	0,0000	-0,9816	0,0000
	2001Q4	0,2172	0,0000	619,1928	0,0000
	2002Q4	0,2516	0,0000	3,6326	-1,0000
	2003Q4	0,2223	0,0000	-0,6642	0,0000
	2004Q4	0,0874	0,0000	0,1836	-1,0000
	2005Q4	0,0345	0,0000	0,0155	0,0000
	2006Q4	0,0000	0,0000	0,2906	0,0000
	2007Q4	0,0056	0,0000	-0,4634	0,0000
	2008Q4	0,0093	0,0000	4,4114	0,0000
mensa mensucat	1997Q4	0,2844	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3971	0,0000	1,4184	1,1253
	1999Q4	0,4909	0,0000	0,1878	0,3301
	2000Q4	0,3249	4,0000	1,0408	0,3600
	2001Q4	0,6417	0,0000	1,8923	0,3789
	2002Q4	0,5958	0,0000	-0,8175	1,5641
	2003Q4	0,4489	0,0000	0,0719	-0,2851
	2004Q4	0,3557	1,2000	0,3944	0,1266
	2005Q4	0,3105	1,5000	-0,0873	-0,1138
	2006Q4	0,2497	0,0000	-0,7430	0,4309
	2007Q4	0,0432	0,3476	-0,0992	-0,4088
	2008Q4	0,0642	0,4603	0,0114	0,6558
merko gıda	1997Q4	0,8180	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,8099	0,0000	1,4191	0,2796
	1999Q4	0,8279	0,0791	0,2684	1,0966
	2000Q4	0,7925	4,7855	1,2008	0,4888
	2001Q4	0,8420	0,0000	2,1598	0,2943
	2002Q4	0,7859	0,0000	0,1088	0,6482
	2003Q4	0,7536	1,0000	-0,0564	-0,8273
	2004Q4	0,6666	0,0000	-0,0862	-1,0000
	2005Q4	0,6317	0,0000	-0,9583	0,0000
	2006Q4	0,1454	0,3324	1,1150	0,0475

	2007Q4	0,2600	0,0000	4,9340	-1,0000
	2008Q4	0,8171	0,0000	-0,7306	0,0000
mutlu akü	1997Q4	0,2301	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1626	0,0000	0,1331	0,3351
	1999Q4	0,1559	2,0000	-0,0729	1,6607
	2000Q4	0,1969	0,0000	0,7212	0,3036
	2001Q4	0,3912	0,0000	0,0119	1,1158
	2002Q4	0,3529	0,0000	-0,0193	0,1395
	2003Q4	0,3142	0,0000	2,0621	0,1877
	2004Q4	0,2456	0,0000	0,3610	0,5452
	2005Q4	0,2597	20,0000	-0,0799	-0,3357
	2006Q4	0,3107	0,0000	0,7244	0,1864
	2007Q4	0,2740	0,0000	1,0196	0,3012
	2008Q4	0,2656	0,0000	0,6909	0,8543
otokar	1997Q4	0,0284	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0692	0,0000	10,9434	-1,0000
	1999Q4	0,0308	2,3666	5,8288	0,0000
	2000Q4	0,1185	1,0000	0,0463	0,0000
	2001Q4	0,1644	0,5000	2,4634	0,0000
	2002Q4	0,3462	0,1082	0,2998	0,0000
	2003Q4	0,2066	2,0633	-0,1165	0,0000
	2004Q4	0,1216	0,0000	0,0252	0,0000
	2005Q4	0,3699	0,0000	-0,4181	0,0000
	2006Q4	0,4736	0,0000	0,7176	0,0000
	2007Q4	0,3012	0,0000	-0,2665	0,0000
	2008Q4	0,3128	0,0000	5,1918	0,0000
olmuksa	1997Q4	0,0643	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0707	0,0000	1,6661	29,8697
	1999Q4	0,0635	0,0000	0,2757	-0,9884
	2000Q4	0,0434	2,2000	-0,9972	-0,5000
	2001Q4	0,0661	0,3365	19,0750	-0,5000
	2002Q4	0,0757	1,0000	16,4154	-1,0000
	2003Q4	0,0775	2,0000	0,8195	0,0000
	2004Q4	0,0779	0,0000	-0,4123	0,0000
	2005Q4	0,0775	0,0000	0,0441	0,0000
	2006Q4	0,0741	0,0000	-0,4841	-1,0000
	2007Q4	0,0626	0,0000	-0,6705	0,0000
	2008Q4	0,0678	0,0000	10,8493	0,0000
park elektrik	1997Q4	0,1617	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6981	1,0000	3,1294	0,5101
	1999Q4	0,5913	0,0000	1,4590	0,4492
	2000Q4	0,5988	3,0000	-0,4129	-0,8493
	2001Q4	0,1670	0,0000	1,5348	0,0715

	2002Q4	0,0000	0,0000	-1,0000	9,4791
	2003Q4	0,0000	4,0000	0,0000	-0,2232
	2004Q4	0,0000	0,0000	0,0000	-0,1670
	2005Q4	0,0000	0,0000	0,0000	-0,3007
	2006Q4	0,4171	0,0000	0,0000	-0,4301
	2007Q4	0,9957	0,0000	-0,1750	0,4372
	2008Q4	0,9961	1,5000	-0,0963	-1,0000
penguen gıda	1997Q4	0,6635	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6293	0,3000	0,7858	-0,5772
	1999Q4	0,5580	7,0000	0,5165	2,4418
	2000Q4	0,5914	0,0000	0,3493	0,6932
	2001Q4	0,7165	0,0000	0,6507	2,2762
	2002Q4	0,5895	0,1717	0,3864	0,1448
	2003Q4	0,6226	3,5135	-0,0903	-0,1999
	2004Q4	0,5689	0,0000	0,0143	-0,0080
	2005Q4	0,5127	1,0000	-0,4239	-0,2795
	2006Q4	0,5021	0,0000	0,3790	-0,8975
	2007Q4	0,5025	0,1500	-0,3065	28,4291
	2008Q4	0,4363	0,4627	0,0715	0,3132
petkim	1997Q4	0,1045	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1206	38,0000	0,0000	-0,8859
	1999Q4	0,1316	0,0000	-1,0000	-1,0000
	2000Q4	0,1475	0,0000	0,0000	0,0000
	2001Q4	0,1710	0,7500	-1,0000	0,0000
	2002Q4	0,1694	0,0000	0,0000	0,0000
	2003Q4	0,1799	0,0000	-0,3741	0,0000
	2004Q4	0,1775	0,0000	-0,2736	0,0000
	2005Q4	0,2190	0,0000	7,4625	0,0000
	2006Q4	0,2683	0,0000	-0,8114	0,0000
	2007Q4	0,2111	0,0000	0,6136	0,0000
	2008Q4	0,2851	0,0000	0,0286	0,0000
pimaş	1997Q4	0,1865	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2483	1,5000	1,0340	-1,0000
	1999Q4	0,1608	0,6800	0,2060	0,0000
	2000Q4	0,0964	0,0000	0,1522	0,0000
	2001Q4	0,2775	1,6000	0,4212	0,0000
	2002Q4	0,1991	0,8315	-0,0959	0,0000
	2003Q4	0,1841	0,0000	-0,3443	-1,0000
	2004Q4	0,1978	0,0000	2,0581	0,0000
	2005Q4	0,2241	0,0000	-0,0927	0,2256
	2006Q4	0,2109	0,0000	0,3291	3,0917
	2007Q4	0,1880	0,0000	0,2351	8,4331
	2008Q4	0,0936	0,0000	0,5396	-0,0871

sarkuysan	1997Q4	0,6768	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6431	0,0000	0,6578	0,1550
	1999Q4	0,6004	2,5273	1,0107	-0,3684
	2000Q4	0,5254	0,0000	0,7121	-0,4845
	2001Q4	0,5051	0,0000	1,2230	-0,7602
	2002Q4	0,5368	1,5000	0,1270	-1,0000
	2003Q4	0,5923	0,0000	0,1919	0,0000
	2004Q4	0,5707	4,0000	1,1236	0,0000
	2005Q4	0,5889	0,0000	0,7450	0,0000
	2006Q4	0,4816	0,0000	0,9948	0,0000
	2007Q4	0,3609	0,0000	-0,0211	0,0000
	2008Q4	0,3256	0,0000	0,1021	0,0000
sifaş	1997Q4	0,0382	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0501	0,6667	1,7789	-0,3743
	1999Q4	0,0000	0,0000	0,4030	-0,1235
	2000Q4	0,0000	0,0000	-0,5051	4,5008
	2001Q4	0,0133	0,0000	-1,0000	2,9297
	2002Q4	0,0089	0,0000	0,0000	0,4629
	2003Q4	0,1248	0,0000	0,0000	-0,1476
	2004Q4	0,1264	0,0000	0,0000	0,1210
	2005Q4	0,0858	0,0000	0,0000	0,0395
	2006Q4	0,1005	0,0000	0,0000	-0,0953
	2007Q4	0,1683	0,0000	0,0000	-0,3021
	2008Q4	0,1213	0,0000	0,0000	0,6938
sönmez filament	1997Q4	0,0079	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0430	0,0000	4,7997	1,6671
	1999Q4	0,0073	0,0000	5,4131	-0,9826
	2000Q4	0,0083	7,0000	-0,4627	-0,4129
	2001Q4	0,0478	0,0000	-0,9596	-0,6733
	2002Q4	0,0431	0,0000	3,1325	273,5497
	2003Q4	0,0664	6,0000	1,4005	2,4661
	2004Q4	0,0399	0,0000	0,0002	-0,1602
	2005Q4	0,0070	0,0429	-0,9127	-0,2413
	2006Q4	0,0040	0,0000	-0,0313	-0,4658
	2007Q4	0,0026	0,0000	0,9622	-0,6206
	2008Q4	0,0297	0,0000	-1,0000	-1,0000
sönmez pamuklu	1997Q4	0,0762	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0464	0,0000	0,0000	2,1898
	1999Q4	0,0591	0,0000	4,1345	-0,4827
	2000Q4	0,0447	20,0000	-0,4673	-0,2720
	2001Q4	0,1116	0,0000	-1,0000	-0,3082
	2002Q4	0,0757	0,0000	0,0000	-1,0000
	2003Q4	0,1549	2,5000	-0,0258	0,0000

	2004Q4	0,0477	0,0000	-0,9082	0,0000
	2005Q4	0,0399	0,0000	-1,0000	0,0000
	2006Q4	0,1018	0,5000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,0692	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,0649	0,0000	0,0000	0,0000
tire kutsan	1997Q4	0,0284	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0504	0,1000	-0,8187	0,0000
	1999Q4	0,0515	1,5000	0,0000	0,0000
	2000Q4	0,0395	0,5000	-1,0000	0,0000
	2001Q4	0,0537	0,0000	0,0000	0,0000
	2002Q4	0,0323	0,5008	53,9260	7,0989
	2003Q4	0,0357	2,0000	0,1633	-0,1147
	2004Q4	0,0668	0,0000	1,3856	-0,1768
	2005Q4	0,0692	0,0000	-0,3567	-0,0496
	2006Q4	0,0762	0,0000	1,7916	1,3535
	2007Q4	0,0735	0,0000	0,6312	0,3049
	2008Q4	0,0810	0,0000	2,4047	0,4394
tofaş	1997Q4	0,1303	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1796	0,4000	3,9313	-0,0221
	1999Q4	0,2893	2,6000	-0,2401	-0,3209
	2000Q4	0,3106	0,0000	0,1431	278,1210
	2001Q4	0,7789	1,6835	0,8695	1,5422
	2002Q4	0,6194	0,0000	-0,1511	0,3115
	2003Q4	0,5769	1,9341	0,5129	-0,0617
	2004Q4	0,0012	0,0000	-0,1500	-0,1860
	2005Q4	0,5547	0,0000	0,4115	-0,3794
	2006Q4	0,5741	0,0000	-0,8732	2,2529
	2007Q4	0,5703	0,0000	2,9317	0,7663
	2008Q4	0,7092	0,0000	8,4770	0,4363
trakya cam	1997Q4	0,1939	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2153	0,0000	1,7585	1,0332
	1999Q4	0,2549	3,4073	-0,3354	0,2079
	2000Q4	0,2816	0,4332	0,5599	0,0364
	2001Q4	0,3893	0,4528	-0,1232	0,5889
	2002Q4	0,3573	0,4366	5,4866	-0,3124
	2003Q4	0,2944	0,6241	-0,2628	2,1157
	2004Q4	0,2215	0,0000	0,9135	0,5265
	2005Q4	0,2207	0,0000	1,2246	0,1254
	2006Q4	0,2209	0,2883	0,3946	0,7485
	2007Q4	0,2387	0,6308	-0,4683	0,1653
	2008Q4	0,2205	0,1200	0,4591	0,0871
tümteks tekstil	1997Q4	0,6113	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5808	2,0000	1,3489	0,2468

	1999Q4	0,1085	0,0000	0,8987	3,1009
	2000Q4	0,0043	0,0000	0,4758	0,4432
	2001Q4	1,0000	4,0000	1,2561	0,8400
	2002Q4	0,0000	0,0000	-1,0000	12,3646
	2003Q4	0,4810	8,9997	0,0000	-0,6482
	2004Q4	0,6852	0,0000	2,5067	-0,2334
	2005Q4	0,6056	0,0000	0,2945	-0,1293
	2006Q4	0,3593	0,0000	0,3718	-0,0700
	2007Q4	0,0404	0,0000	0,0604	-0,2561
	2008Q4	0,6151	0,0000	0,5153	0,0873
tüpraş	1997Q4	0,0098	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0231	1,5000	0,0000	0,4469
	1999Q4	0,0282	0,0000	0,0000	0,6146
	2000Q4	0,0223	0,0000	0,0000	0,1411
	2001Q4	0,0366	2,3500	0,0000	0,9234
	2002Q4	0,0577	0,0000	0,0000	-0,0689
	2003Q4	0,0584	0,0000	0,0000	-0,1341
	2004Q4	0,0682	0,0000	0,0000	0,2116
	2005Q4	0,0954	0,0000	-1,0000	0,3959
	2006Q4	0,2189	0,0000	0,0000	0,2053
	2007Q4	0,2076	0,0000	0,1281	-0,1047
	2008Q4	0,1898	0,0000	6,9274	0,1302
tünye çimento	1997Q4	0,0070	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0000	2,3600	0,0000	-0,7091
	1999Q4	0,0000	1,7814	0,0000	9161,6500
	2000Q4	0,0000	0,8095	0,0000	0,6032
	2001Q4	0,0008	0,5980	0,0000	0,9082
	2002Q4	0,0606	0,5602	0,0000	0,1026
	2003Q4	0,1390	0,5000	-1,0000	-0,1992
	2004Q4	0,2543	0,0000	0,0000	-0,2455
	2005Q4	0,1987	0,0000	0,0000	-0,3914
	2006Q4	0,1148	0,0000	-0,7041	-0,1596
	2007Q4	0,2440	0,0000	2,2354	-0,4583
	2008Q4	0,4085	0,0000	2,4935	-0,1655
vakko hazır giyim	1997Q4	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0018	0,2500	-1,0000	-0,4479
	1999Q4	0,0067	3,0000	0,0000	1,4053
	2000Q4	0,0120	0,0000	3,9339	0,6787
	2001Q4	0,0133	0,0000	5,0512	-0,0031
	2002Q4	0,0182	1,8000	10,4131	0,5657
	2003Q4	0,0209	0,0000	-0,8730	-0,5730
	2004Q4	0,0317	0,0000	0,5006	-0,4231
	2005Q4	0,0279	0,0000	3,5038	1,2773

	2006Q4	0,0218	0,0000	-0,7922	0,9571
	2007Q4	0,0242	0,2500	53,9218	-0,4648
	2008Q4	0,0180	8,1429	-0,2035	2,3168
vestel elektronik	1997Q4	0,5274	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6731	0,0000	0,1261	0,0000
	1999Q4	0,7475	0,0000	1,2900	-1,0000
	2000Q4	0,8097	38,7750	0,3839	0,0000
	2001Q4	0,9360	0,0000	1,5819	0,0000
	2002Q4	0,9465	0,0000	-0,9516	6,5985
	2003Q4	0,9138	0,0000	10,8682	-0,0998
	2004Q4	0,9690	0,0000	0,2320	0,1115
	2005Q4	0,7207	0,0000	0,0106	0,0841
	2006Q4	0,7415	0,0000	1,3072	-0,2469
	2007Q4	0,7260	0,0000	-0,3642	0,0805
	2008Q4	0,6621	0,1942	-0,8752	-0,8679
viking kağıt	1997Q4	0,0185	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0241	6,0000	0,0000	3,8917
	1999Q4	0,0397	4,1500	-0,3137	0,5879
	2000Q4	0,0764	0,0000	4,1830	-0,0351
	2001Q4	0,1604	1,2500	-0,1338	2,2178
	2002Q4	0,1767	0,0000	-0,8624	0,1548
	2003Q4	0,1745	0,0000	55,7942	-0,2926
	2004Q4	0,1641	3,0800	0,1138	-0,2162
	2005Q4	0,1472	0,0000	-0,4791	-0,4199
	2006Q4	0,1256	0,0000	-0,8413	3,0182
	2007Q4	0,1379	0,2590	5,5481	0,0000
	2008Q4	0,1254	0,0000	-0,0420	0,0986
yataş	1997Q4	0,0868	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1692	0,0000	2,8295	-0,6632
	1999Q4	0,1373	1,4000	0,7619	5,9048
	2000Q4	0,1130	0,0000	1,0120	3,9906
	2001Q4	0,1982	1,5000	1,4115	-0,4681
	2002Q4	0,1789	0,0000	-0,2323	2,9470
	2003Q4	0,1855	0,0000	-0,1380	-0,6468
	2004Q4	0,0942	1,8000	-0,0068	-0,3717
	2005Q4	0,0540	0,0000	0,0395	1,0028
	2006Q4	0,0385	0,0000	-0,1240	0,8466
	2007Q4	0,0775	0,0000	0,6358	-0,3364
	2008Q4	0,0573	0,0000	1,2182	1,1781
yünsa	1997Q4	0,5736	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5816	0,0000	1,4449	-0,3377
	1999Q4	0,6633	0,0000	0,7289	-0,5785
	2000Q4	0,6948	0,0000	0,1599	-0,7612

	2001Q4	0,7892	0,0000	-0,0147	-0,8357
	2002Q4	0,7835	8,0000	-0,1923	-1,0000
	2003Q4	0,6591	0,8000	0,1024	0,0000
	2004Q4	0,7028	0,0000	0,8573	0,0000
	2005Q4	0,7006	0,0000	0,0960	0,0000
	2006Q4	0,6535	0,0000	0,2883	0,0000
	2007Q4	0,5743	0,0000	0,4220	0,0000
	2008Q4	0,5591	0,0000	0,0955	0,0000
adel kalemcilik	1997Q4	0,0758	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0986	0,0000	10,0000	0,0000
	1999Q4	0,1017	0,0000	55,5000	0,0000
	2000Q4	0,0869	2,0000	-0,9984	0,0000
	2001Q4	0,1372	0,5000	3976,9030	0,0000
	2002Q4	0,1107	0,0000	-0,3589	0,0000
	2003Q4	0,0762	0,0000	0,2616	0,0000
	2004Q4	0,0985	0,0000	-0,1640	0,0000
	2005Q4	0,0684	2,5000	0,9589	0,0000
	2006Q4	0,0653	0,0000	-0,1417	0,0000
	2007Q4	0,0645	0,0000	-0,3603	0,0000
	2008Q4	0,0528	0,0000	0,1977	0,0000
bosh fren sistemleri	1997Q4	0,0290	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1254	0,0000	0,0000	-0,1974
	1999Q4	0,1770	0,0000	0,0000	-0,4621
	2000Q4	0,1596	0,0000	0,0000	-0,6992
	2001Q4	0,4603	0,0000	0,0000	-0,6446
	2002Q4	0,5188	0,0000	0,0000	-1,0000
	2003Q4	0,3235	65,9456	-1,0000	0,0000
	2004Q4	0,1882	0,0000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,1369	0,0000	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,2061	0,0000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,1409	0,5625	1,1979	0,0000
	2008Q4	0,1859	0,0000	1,4397	0,0000
burçelik bursa çelik	1997Q4	0,3568	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3687	1,0000	0,0000	-0,3925
	1999Q4	0,3597	1,0000	5,6243	-1,0000
	2000Q4	0,3423	0,0000	-0,1163	0,0000
	2001Q4	0,2923	0,0000	0,6152	0,4130
	2002Q4	0,3574	0,0000	2,1383	-0,1969
	2003Q4	0,4406	0,0000	0,7041	-0,5618
	2004Q4	0,5362	0,0000	-0,0713	-0,6040
	2005Q4	0,4095	0,0000	0,8520	10,4929
	2006Q4	0,4165	0,0000	-0,2447	1,1383
	2007Q4	0,4652	0,0000	-0,4314	-0,6513

	2008Q4	0,5572	0,0000	0,6222	-0,8253
ceylan giyim	1997Q4	0,9368	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,9466	2,9000	0,7674	-1,0000
	1999Q4	0,9855	0,0000	-0,6826	0,0000
	2000Q4	0,9908	0,0000	0,3012	-0,5434
	2001Q4	0,9959	1,9000	2,2404	-1,0000
	2002Q4	0,9785	0,0000	-0,1581	0,0000
	2003Q4	0,9906	0,0000	0,8137	-0,1460
	2004Q4	0,9951	1,2000	-0,0129	0,1172
	2005Q4	0,9981	0,0000	0,6230	-0,9158
	2006Q4	0,9836	0,0000	-0,4685	60,4160
	2007Q4	0,9846	0,4838	-0,1406	-0,3402
	2008Q4	0,9857	0,0000	2,8978	-1,0000
demisaş	1997Q4	0,7841	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,8172	2,3333	1,1790	4,9599
	1999Q4	0,8730	0,0000	5,0704	0,9397
	2000Q4	0,8562	0,0000	2,0346	-0,4512
	2001Q4	0,9067	0,0000	0,9089	0,2246
	2002Q4	0,8711	0,0000	0,6135	-0,5197
	2003Q4	0,8562	0,0000	0,1279	-0,9479
	2004Q4	0,8146	13,0000	0,1093	-1,0000
	2005Q4	0,7272	0,0000	-0,2557	0,0000
	2006Q4	0,6635	0,0000	0,1403	0,0000
	2007Q4	0,5785	0,0000	-0,1089	0,0000
	2008Q4	0,6018	0,0000	0,3154	0,0000
denizli cam	1997Q4	0,5725	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,6204	0,0000	0,2595	-0,7259
	1999Q4	0,7062	0,0000	0,1495	-0,3401
	2000Q4	0,7573	5,5000	0,6188	-0,5155
	2001Q4	0,7322	0,0000	0,8142	-1,0000
	2002Q4	0,6559	1,3077	-0,5536	0,0000
	2003Q4	0,6590	0,0000	-0,8060	0,0000
	2004Q4	0,6435	0,0000	21,3786	0,0000
	2005Q4	0,5701	0,0000	-1,0000	0,0000
	2006Q4	0,6114	0,0000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,5661	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,6186	0,0000	-0,0755	0,0000
derimod	1997Q4	0,3775	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,4944	3,0000	-0,5538	0,0000
	1999Q4	0,5112	0,0000	-0,9075	0,0000
	2000Q4	0,1527	5,0000	0,3650	-0,7687
	2001Q4	0,0223	0,0000	-0,0608	7,1146
	2002Q4	0,0000	0,0000	3,4090	-0,8214

	2003Q4	0,0000	0,0000	-1,0000	-1,0000
	2004Q4	0,0000	0,8000	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,0000	0,0000	0,5263	0,0000
	2006Q4	0,0000	0,0000	0,2447	0,0000
	2007Q4	0,0005	0,0000	5,0520	0,0000
	2008Q4	0,0000	0,0000	1,2780	0,0000
edip iplik	1997Q4	0,1668	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1192	5,0000	0,1754	0,2165
	1999Q4	0,1541	0,0000	2,3689	-0,1365
	2000Q4	0,1407	4,0000	1,9218	0,5061
	2001Q4	0,3175	0,0000	0,5955	0,4561
	2002Q4	0,2462	1,3000	-0,3938	-0,2738
	2003Q4	0,2147	0,0000	0,2348	-0,8439
	2004Q4	0,2648	0,0000	-0,5113	13,2046
	2005Q4	0,2325	0,0000	-1,0000	0,2533
	2006Q4	0,2531	0,0000	0,0000	-0,8704
	2007Q4	0,1574	0,0000	3,9896	2,6310
	2008Q4	0,1711	0,0000	0,1757	17,2092
ege gübre	1997Q4	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0000	0,5000	0,0000	-0,6182
	1999Q4	0,0061	0,5500	0,0000	-1,0000
	2000Q4	0,0041	1,0000	0,6388	0,0000
	2001Q4	0,0105	0,0000	5,1033	-1,0000
	2002Q4	0,0614	0,0000	0,3974	0,0000
	2003Q4	0,0510	0,0000	-0,4817	0,0000
	2004Q4	0,0244	0,0000	-0,4652	0,0000
	2005Q4	0,0327	0,0000	0,2958	0,0000
	2006Q4	0,0391	0,0000	0,4807	0,0000
	2007Q4	0,0783	0,0000	-0,5918	0,0000
	2008Q4	0,3437	0,0000	4,8557	0,0388
gentaş	1997Q4	0,0456	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0355	2,0000	0,0000	0,7356
	1999Q4	0,0395	0,0000	0,0000	-0,2936
	2000Q4	0,0597	2,0000	0,0000	-0,2142
	2001Q4	0,0713	0,0000	0,0000	-0,6639
	2002Q4	0,0883	3,0000	0,0000	-1,0000
	2003Q4	0,0933	0,0000	0,0000	0,0000
	2004Q4	0,1025	0,4500	0,0000	0,0000
	2005Q4	0,1271	0,0000	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,1557	1,0000	-1,0000	0,0000
	2007Q4	0,1970	0,2500	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,2526	0,0000	-1,0000	0,0000
gimsan	1997Q4	0,5082	0,0000	0,0000	0,0000

	1998Q4	0,4935	0,0000	-1,0000	-0,3331
	1999Q4	0,4042	0,4118	0,0000	-0,5006
	2000Q4	0,2794	39,0000	119,8322	-1,0000
	2001Q4	0,4062	0,5000	-0,1733	0,0000
	2002Q4	0,2108	0,0000	0,9016	0,0000
	2003Q4	0,2716	0,0000	-0,7246	0,0000
	2004Q4	0,1212	0,0000	-1,0000	0,0000
	2005Q4	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	2006Q4	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	2007Q4	0,0000	0,0000	2,1993	0,0000
	2008Q4	0,0000	0,0000	40,2092	0,0000
haznedar	1997Q4	0,2079	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1351	0,0000	2,0819	-0,4923
	1999Q4	0,1447	1,5000	-0,4540	-0,1392
	2000Q4	0,2153	0,4000	4,7896	-0,7426
	2001Q4	0,1823	0,0000	1,2127	-1,0000
	2002Q4	0,1525	0,0000	-0,7891	0,0000
	2003Q4	0,2784	0,0000	6,1911	-1,0000
	2004Q4	0,1303	5,0000	-0,0716	0,0000
	2005Q4	0,1764	0,0000	-0,0366	0,0000
	2006Q4	0,1166	0,0000	0,5284	0,0000
	2007Q4	0,1672	0,0000	0,7261	0,0000
	2008Q4	0,0250	0,0000	0,2218	0,2984
ışıklar ambalaj	1997Q4	0,3588	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,2112	4,2091	0,3759	-0,5412
	1999Q4	0,1460	0,0000	3,1923	0,4344
	2000Q4	0,1541	0,1511	-0,7148	10,7102
	2001Q4	0,1504	0,0000	10,1716	1,4357
	2002Q4	0,1551	0,0000	-0,9659	-0,0118
	2003Q4	0,1823	0,0000	-0,1226	-0,1471
	2004Q4	0,1983	6,1024	0,0561	0,7314
	2005Q4	0,1997	1,0000	3,5294	-0,2783
	2006Q4	0,2970	1,0000	-0,9505	-0,3873
	2007Q4	0,3041	0,0000	-0,0017	-0,8895
	2008Q4	0,3003	0,4660	16,8552	-1,0000
kelebek mobilya	1997Q4	0,1246	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0844	1,0000	0,8108	-0,4890
	1999Q4	0,1196	0,6250	1,4378	-0,9921
	2000Q4	0,0959	0,0000	1,0525	-0,7869
	2001Q4	0,2277	1,3077	0,4514	-1,0000
	2002Q4	0,0914	1,8000	0,0635	0,0000
	2003Q4	0,0902	0,0000	0,9602	-0,7335
	2004Q4	0,1528	0,0000	0,8492	-1,0000

	2005Q4	0,2803	0,0000	-0,3694	0,0000
	2006Q4	0,0919	2,0952	-0,4218	1,3170
	2007Q4	0,0466	0,9231	-0,1934	-1,0000
	2008Q4	0,0263	0,0000	0,9163	0,0000
klimasan klima	1997Q4	0,2166	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1671	0,0000	-0,7019	2,3963
	1999Q4	0,0315	0,0000	2,1259	0,7367
	2000Q4	0,0839	0,0000	-0,6264	-0,4839
	2001Q4	0,3814	9,0000	72,3454	0,0715
	2002Q4	0,3682	1,4000	1,2220	-1,0000
	2003Q4	0,4158	0,0000	-0,5161	0,0000
	2004Q4	0,4151	0,0000	0,2686	0,0000
	2005Q4	0,4614	0,0000	0,4253	1,1171
	2006Q4	0,5590	1,5000	0,8201	0,2970
	2007Q4	0,6182	0,0000	-0,2106	1,0475
	2008Q4	0,5674	0,0000	2,4191	1,6974
mardin çimento	1997Q4	0,1949	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,1789	1,0000	0,0000	-0,0688
	1999Q4	0,0798	0,8300	0,0000	-0,3432
	2000Q4	0,0498	0,5000	0,0000	-0,4698
	2001Q4	0,0931	0,5000	0,4437	-0,8001
	2002Q4	0,2241	0,5000	-0,8082	-1,0000
	2003Q4	0,4771	0,5000	46,0932	0,0000
	2004Q4	0,4742	1,6960	-0,2263	0,0000
	2005Q4	0,4569	0,1800	0,6462	0,0000
	2006Q4	0,4010	0,1069	0,2877	0,0000
	2007Q4	0,4039	0,0000	0,2314	0,0000
	2008Q4	0,5785	0,2375	0,0129	0,0000
meges boya	1997Q4	0,0637	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0734	3,0000	-0,2935	0,0000
	1999Q4	0,0174	0,0000	12,4101	-0,4053
	2000Q4	0,0306	0,0000	-0,7104	1,9092
	2001Q4	0,0629	1,6000	0,4626	1,7966
	2002Q4	0,0322	0,9100	6,5690	-1,0000
	2003Q4	0,0407	0,0000	0,3975	0,0000
	2004Q4	0,0162	0,0000	0,6713	0,0000
	2005Q4	0,0193	0,0000	0,1848	0,0000
	2006Q4	0,0152	2,1500	-0,1380	0,0000
	2007Q4	0,0188	0,0000	-0,5961	0,0000
	2008Q4	0,0070	0,0000	0,1079	0,0000
parsan makine parçaları	1997Q4	0,2414	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,3013	1,0000	0,0000	0,0000
	1999Q4	0,5548	0,0000	0,3124	-1,0000

	2000Q4	0,4324	2,0000	5,8648	0,0000
	2001Q4	0,7545	0,0000	-0,5871	0,0000
	2002Q4	0,7005	0,0000	-0,6521	0,3239
	2003Q4	0,7034	2,5000	-0,6808	-0,0190
	2004Q4	0,4970	0,0000	1,4409	-0,1292
	2005Q4	0,5250	3,2500	5,1545	-0,2441
	2006Q4	0,5750	0,0000	-0,6186	0,9502
	2007Q4	0,6139	0,0000	0,0387	0,2941
	2008Q4	0,7715	0,0000	3,9887	-0,0087
pınar su	1997Q4	0,1063	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,0942	1,2500	-0,3282	0,6938
	1999Q4	0,1162	0,0000	-1,0000	-0,8217
	2000Q4	0,0989	0,0000	0,0000	9,4359
	2001Q4	0,1247	4,0000	-1,0000	3,0318
	2002Q4	0,1312	0,0000	0,0000	0,0662
	2003Q4	0,1763	0,0000	1,1937	-0,5659
	2004Q4	0,0947	1,9000	-0,7071	1,4381
	2005Q4	0,0751	0,1263	-0,9992	-0,1103
	2006Q4	0,0541	0,0000	-1,0000	-1,0000
	2007Q4	0,0501	0,0000	0,0000	0,0000
	2008Q4	0,0399	0,0000	-0,9385	-0,8046
tukaş	1997Q4	0,5296	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,5127	0,8762	0,2226	4,4580
	1999Q4	0,5121	0,6350	1,9141	-0,7614
	2000Q4	0,5143	0,3945	0,4254	-0,3154
	2001Q4	0,4596	0,5899	1,5029	84,3528
	2002Q4	0,3584	0,5862	-0,4219	2,3109
	2003Q4	0,3026	0,3913	1,6427	-0,6329
	2004Q4	0,3039	1,5406	-1,0000	1,9971
	2005Q4	0,2371	0,5338	0,0000	-0,8302
	2006Q4	0,2293	0,0000	7,6379	4,1521
	2007Q4	0,1478	0,0000	-0,8189	-0,1899
	2008Q4	0,2160	0,0000	15,0285	-1,0000
uki uluslar arası konfeksiyon	1997Q4	0,9113	0,0000	0,0000	0,0000
	1998Q4	0,9426	0,1000	-0,4094	0,0000
	1999Q4	0,9447	2,0000	293,7691	0,0000
	2000Q4	0,8520	0,0000	0,9691	0,0000
	2001Q4	0,7795	0,0000	0,2734	-1,0000
	2002Q4	0,6505	0,0000	0,2710	0,0000
	2003Q4	0,7093	6,0000	1,0584	-0,1057
	2004Q4	0,7126	0,0000	0,7965	1,0343
	2005Q4	0,7828	0,0000	0,0706	-0,3668

	2006Q4	0,6261	0,0000	-1,0000	23,2353
	2007Q4	0,5088	0,0000	0,0000	-0,1459
	2008Q4	0,0567	0,0000	53,3213	-0,0628

EK 2: BİREYSEL BİRİM KÖK ANALİZ SONUÇLARI

D(X/ TOPLAM SATIŞ) ADF BİREYSEL BİRİM KÖK ANALİZ SONUCU

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(X_TOPLAM_SAT)

Date: 05/23/09 Time: 19:57

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 860

Cross-sections included: 86

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	570.546	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-14.5979	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(X_TOPLAM_SAT)

Cross section	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
1	0.1270	0	1	10
2	0.3215	0	1	10
3	0.3536	0	1	10
4	0.0214	0	1	10
5	0.0038	0	1	10
6	0.0509	0	1	10
7	0.0053	0	1	10
8	0.0079	0	1	10
9	0.0170	0	1	10
10	0.3645	0	1	10
11	0.0070	0	1	10
12	0.4386	0	1	10
13	0.0034	0	1	10
14	0.3386	0	1	10
15	0.0302	0	1	10
16	0.3909	0	1	10
17	0.0025	0	1	10
18	0.6422	0	1	10
19	0.0345	0	1	10
20	0.0420	0	1	10
21	0.0004	0	1	10
22	0.0082	0	1	10

23	0.0005	0	1	10
24	0.2060	0	1	10
25	0.0068	0	1	10
26	0.0762	0	1	10
27	0.0025	0	1	10
28	0.0123	0	1	10
29	0.0098	0	1	10
30	0.0025	0	1	10
31	0.0394	0	1	10
32	0.0518	0	1	10
33	0.0943	0	1	10
34	0.9064	0	1	10
35	0.0006	0	1	10
36	0.0094	0	1	10
37	0.0479	0	1	10
38	0.0527	0	1	10
39	0.0131	0	1	10
40	0.0146	0	1	10
41	0.2557	0	1	10
42	0.0276	0	1	10
43	0.4473	0	1	10
44	0.0870	0	1	10
45	0.0408	0	1	10
46	0.0515	0	1	10
47	0.1306	0	1	10
48	0.0121	0	1	10
49	0.0015	0	1	10
50	0.0120	0	1	10
51	0.3073	0	1	10
52	0.0439	0	1	10
53	0.0287	0	1	10
54	0.0020	0	1	10
55	0.0166	0	1	10
56	0.0096	0	1	10
57	0.2634	0	1	10
58	0.0039	0	1	10
59	0.0889	0	1	10
60	0.3668	0	1	10
61	0.1594	0	1	10
62	0.0804	0	1	10
63	0.4304	0	1	10
64	0.0214	0	1	10
65	0.1516	0	1	10
66	0.0077	0	1	10
67	0.1498	0	1	10
68	0.1263	0	1	10
69	0.1136	0	1	10
70	0.2449	0	1	10
71	0.1337	0	1	10
72	0.1288	0	1	10
73	0.0079	0	1	10
74	0.9816	0	1	10

75	0.8767	0	1	10
76	0.0017	0	1	10
77	0.0009	0	1	10
78	0.0270	0	1	10
79	0.0170	0	1	10
80	0.0951	0	1	10
81	0.3893	0	1	10
82	0.0050	0	1	10
83	0.0126	0	1	10
84	0.0292	0	1	10
85	0.0670	0	1	10
86	0.7882	0	1	10

D(X/ TOPLAM SATIŞ) PP BİREYSEL BİRİM KÖK ANALİZ SONUCU

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(X_TOPLAM_SAT)

Date: 05/23/09 Time: 19:58

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 860

Cross-sections included: 86

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	811.574	0.0000
PP - Choi Z-stat	-18.2771	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results D(X_TOPLAM_SAT)

Cross section	Prob.	Bandwidth	Obs
1	0.1126	8.0	10
2	0.3215	0.0	10
3	0.2982	1.0	10
4	0.0004	9.0	10
5	0.0000	5.0	10
6	0.0503	1.0	10
7	0.0000	9.0	10
8	0.0017	9.0	10
9	0.0006	9.0	10
10	0.3534	1.0	10
11	0.0007	6.0	10
12	0.8606	4.0	10
13	0.0000	9.0	10
14	0.3869	4.0	10

15	0.0131	7.0	10
16	0.3909	0.0	10
17	0.0036	1.0	10
18	0.6422	0.0	10
19	0.0017	9.0	10
20	0.0423	1.0	10
21	0.0000	4.0	10
22	0.0004	9.0	10
23	0.0000	9.0	10
24	0.1956	2.0	10
25	0.0000	7.0	10
26	0.0762	0.0	10
27	0.0000	9.0	10
28	0.0062	4.0	10
29	0.0001	9.0	10
30	0.0008	3.0	10
31	0.0020	9.0	10
32	0.0507	2.0	10
33	0.1007	2.0	10
34	0.9064	0.0	10
35	0.0000	9.0	10
36	0.0011	9.0	10
37	0.0017	9.0	10
38	0.0081	9.0	10
39	0.0002	9.0	10
40	0.0088	3.0	10
41	0.2490	1.0	10
42	0.0276	0.0	10
43	0.8954	6.0	10
44	0.0711	4.0	10
45	0.0046	7.0	10
46	0.0394	4.0	10
47	0.1272	1.0	10
48	0.0008	9.0	10
49	0.0000	9.0	10
50	0.0005	9.0	10
51	0.2929	1.0	10
52	0.0113	9.0	10
53	0.0301	1.0	10
54	0.0000	9.0	10
55	0.0106	3.0	10
56	0.0019	4.0	10
57	0.2634	0.0	10
58	0.0000	7.0	10
59	0.0646	7.0	10
60	0.7105	9.0	10
61	0.1594	0.0	10
62	0.0802	1.0	10
63	0.4304	0.0	10
64	0.0219	1.0	10
65	0.1591	2.0	10
66	0.0020	6.0	10

67	0.1641	4.0	10
68	0.1321	6.0	10
69	0.1136	0.0	10
70	0.2552	2.0	10
71	0.1416	1.0	10
72	0.1288	0.0	10
73	0.0064	2.0	10
74	0.9930	2.0	10
75	0.8679	1.0	10
76	0.0004	3.0	10
77	0.0002	6.0	10
78	0.0002	9.0	10
79	0.0026	9.0	10
80	0.0228	9.0	10
81	0.4077	2.0	10
82	0.0001	9.0	10
83	0.0134	1.0	10
84	0.0297	1.0	10
85	0.0671	1.0	10
86	0.7331	2.0	10

D(KVB Buyume Oranı) ADF BİREYSEL BİRİM KÖK ANALİZ SONUCU

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(KVB_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:00

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 840

Cross-sections included: 84 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	914.342	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-22.5621	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(KVB_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
1		Dropped from Test		
2	0.0003	0	1	10
3	0.0010	0	1	10
4	0.0006	0	1	10
5	0.0000	0	1	10
6	0.0002	0	1	10

7	0.0892	0	1	10
8	0.4093	0	1	10
9	0.0015	0	1	10
10	0.0050	0	1	10
11	0.0069	0	1	10
12	0.0034	0	1	10
13	0.0064	0	1	10
14	0.0000	0	1	10
15	0.0050	0	1	10
16	0.0051	0	1	10
17	0.0037	0	1	10
18	0.0453	0	1	10
19	0.0141	0	1	10
20	0.0017	0	1	10
21		Dropped from Test		
22	0.0003	0	1	10
23	0.0035	0	1	10
24	0.0054	0	1	10
25	0.0009	0	1	10
26	0.5436	0	1	10
27	0.7867	0	1	10
28	0.0042	0	1	10
29	0.0042	0	1	10
30	0.0144	0	1	10
31	0.0053	0	1	10
32	0.0006	0	1	10
33	0.0040	0	1	10
34	0.9822	0	1	10
35	0.0013	0	1	10
36	0.0000	0	1	10
37	0.0001	0	1	10
38	0.0011	0	1	10
39	0.0826	0	1	10
40	0.0049	0	1	10
41	0.0039	0	1	10
42	0.0027	0	1	10
43	0.0292	0	1	10
44	0.0091	0	1	10
45	0.0022	0	1	10
46	0.1099	0	1	10
47	0.0003	0	1	10
48	0.0003	0	1	10
49	0.0018	0	1	10
50	0.0011	0	1	10
51	0.0102	0	1	10
52	0.0050	0	1	10
53	0.0324	0	1	10
54	0.0087	0	1	10
55	0.0042	0	1	10
56	0.0922	0	1	10
57	0.0007	0	1	10
58	0.0068	0	1	10

59	0.8195	0	1	10
60	0.0227	0	1	10
61	0.0005	0	1	10
62	0.0016	0	1	10
63	0.0043	0	1	10
64	0.0003	0	1	10
65	0.0026	0	1	10
66	0.0040	0	1	10
67	0.0232	0	1	10
68	0.0036	0	1	10
69	0.0158	0	1	10
70	0.0431	0	1	10
71	0.0034	0	1	10
72	0.0012	0	1	10
73	0.0366	0	1	10
74	0.0371	0	1	10
75	0.0001	0	1	10
76	0.0053	0	1	10
77	0.0011	0	1	10
78	0.0214	0	1	10
79	0.2156	0	1	10
80	0.0040	0	1	10
81	0.0035	0	1	10
82	0.0033	0	1	10
83	0.0153	0	1	10
84	0.0123	0	1	10
85	0.0001	0	1	10
86	0.0046	0	1	10

D(KVB Buyume Oranı) PP BİREYSEL BİRİM KÖK ANALİZ SONUCU

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(KVB_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:00

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 840

Cross-sections included: 84 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	1348.35	0.0000
PP - Choi Z-stat	-29.1446	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results
D(KVB_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Bandwidth	Obs
1		Dropped from Test	
2	0.0004	1.0	10
3	0.0010	0.0	10
4	0.0000	7.0	10
5	0.0001	1.0	10
6	0.0000	8.0	10
7	0.0345	9.0	10
8	0.9089	4.0	10
9	0.0006	1.0	10
10	0.0000	9.0	10
11	0.0001	9.0	10
12	0.0000	9.0	10
13	0.0008	5.0	10
14	0.0000	0.0	10
15	0.0000	9.0	10
16	0.0000	8.0	10
17	0.0000	9.0	10
18	0.0025	9.0	10
19	0.0006	9.0	10
20	0.0000	6.0	10
21		Dropped from Test	
22	0.0007	1.0	10
23	0.0035	0.0	10
24	0.0001	9.0	10
25	0.0015	1.0	10
26	0.5436	0.0	10
27	0.7867	0.0	10
28	0.0000	7.0	10
29	0.0002	9.0	10
30	0.0002	7.0	10
31	0.0000	9.0	10
32	0.0000	9.0	10
33	0.0000	9.0	10
34	0.9822	0.0	10
35	0.0014	1.0	10
36	0.0000	5.0	10
37	0.0001	0.0	10
38	0.0011	0.0	10
39	0.0806	1.0	10
40	0.0000	9.0	10
41	0.0000	9.0	10
42	0.0000	6.0	10
43	0.0063	9.0	10
44	0.0000	6.0	10
45	0.0022	1.0	10
46	0.0708	9.0	10
47	0.0003	0.0	10
48	0.0001	1.0	10
49	0.0000	9.0	10

50	0.0000	7.0	10
51	0.0007	4.0	10
52	0.0050	0.0	10
53	0.0011	7.0	10
54	0.0001	9.0	10
55	0.0000	9.0	10
56	0.0922	0.0	10
57	0.0000	9.0	10
58	0.0000	7.0	10
59	0.8273	1.0	10
60	0.0221	1.0	10
61	0.0005	0.0	10
62	0.0000	9.0	10
63	0.0000	9.0	10
64	0.0003	0.0	10
65	0.0029	1.0	10
66	0.0000	9.0	10
67	0.0232	0.0	10
68	0.0000	8.0	10
69	0.0026	9.0	10
70	0.0079	7.0	10
71	0.0000	9.0	10
72	0.0002	3.0	10
73	0.0162	6.0	10
74	0.0317	5.0	10
75	0.0000	3.0	10
76	0.0000	9.0	10
77	0.0000	6.0	10
78	0.0136	6.0	10
79	0.3187	9.0	10
80	0.0000	9.0	10
81	0.0000	9.0	10
82	0.0001	7.0	10
83	0.0001	9.0	10
84	0.0001	9.0	10
85	0.0001	1.0	10
86	0.0000	9.0	10

D(UVB Buyume Oranı)ADF Bireysel Birim Kök Test Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(UVB_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:01

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 820

Cross-sections included: 82 (4 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	907.596	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-23.2119	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(UVB_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
1	0.0009	0	1	10
2	0.0048	0	1	10
3	0.1193	0	1	10
4	0.0031	0	1	10
5	0.0000	0	1	10
6	0.3028	0	1	10
7	0.0010	0	1	10
8	0.0166	0	1	10
9	0.0024	0	1	10
10	0.0135	0	1	10
11	0.0035	0	1	10
12	0.0471	0	1	10
13	0.0045	0	1	10
14	0.0026	0	1	10
15	0.0069	0	1	10
16	0.0044	0	1	10
17	0.0043	0	1	10
18	0.0005	0	1	10
19	0.0043	0	1	10
20	0.0375	0	1	10
21		Dropped from Test		
22	0.0048	0	1	10
23	0.0046	0	1	10
24	0.0003	0	1	10
25	0.9144	0	1	10
26	0.0031	0	1	10
27	0.0010	0	1	10
28		Dropped from Test		
29	0.0141	0	1	10
30	0.0295	0	1	10
31	0.0043	0	1	10
32	0.0008	0	1	10
33	0.0023	0	1	10
34		Dropped from Test		
35	0.0001	0	1	10
36	0.0001	0	1	10
37	0.0015	0	1	10
38	0.0166	0	1	10
39	0.0041	0	1	10
40	0.0008	0	1	10
41	0.0002	0	1	10

42	0.0004	0	1	10
43	0.0291	0	1	10
44	0.0017	0	1	10
45	0.0000	0	1	10
46	0.0000	0	1	10
47	0.0063	0	1	10
48	0.0010	0	1	10
49	0.0166	0	1	10
50	0.0304	0	1	10
51	0.0513	0	1	10
52	0.0797	0	1	10
53	0.0045	0	1	10
54	0.0002	0	1	10
55	0.0045	0	1	10
56	0.0044	0	1	10
57	0.0009	0	1	10
58	0.0043	0	1	10
59	0.0042	0	1	10
60	0.0043	0	1	10
61	0.0160	0	1	10
62	0.0038	0	1	10
63	0.0010	0	1	10
64	0.0101	0	1	10
65	0.0672	0	1	10
66		Dropped from Test		
67	0.0295	0	1	10
68	0.0094	0	1	10
69	0.0042	0	1	10
70	0.0002	0	1	10
71	0.0026	0	1	10
72	0.0032	0	1	10
73	0.0459	0	1	10
74	0.0006	0	1	10
75	0.0054	0	1	10
76	0.0186	0	1	10
77	0.0005	0	1	10
78	0.0119	0	1	10
79	0.0070	0	1	10
80	0.0025	0	1	10
81	0.0770	0	1	10
82	0.0250	0	1	10
83	0.0081	0	1	10
84	0.0099	0	1	10
85	0.0050	0	1	10
86	0.0032	0	1	10

D(UVB Buyume Oranı) PP Bireysel Birim Kök Test Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(UVB_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:02

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 810

Cross-sections included: 81 (5 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	1356.83	0.0000
PP - Choi Z-stat	-30.3254	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results

D(UVB_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Bandwidth	Obs
1	0.0009	0.0	10
2	0.0000	9.0	10
3	0.0697	9.0	10
4	0.0018	3.0	10
5	0.0000	2.0	10
6	0.3028	0.0	10
7	0.0000	8.0	10
8	0.0009	9.0	10
9	0.0000	9.0	10
10	0.0005	6.0	10
11	0.0000	9.0	10
12	0.0453	2.0	10
13	0.0000	9.0	10
14	0.0000	7.0	10
15	0.0001	9.0	10
16	0.0000	9.0	10
17		Dropped from Test	
18	0.0005	0.0	10
19	0.0000	9.0	10
20	0.0368	1.0	10
21		Dropped from Test	
22	0.0000	9.0	10
23	0.0000	9.0	10
24	0.0007	1.0	10
25	0.9144	0.0	10
26	0.0000	9.0	10
27	0.0001	5.0	10
28		Dropped from Test	
29	0.0002	9.0	10
30	0.0036	9.0	10
31	0.0000	9.0	10
32	0.0000	7.0	10
33	0.0000	8.0	10

34		Dropped from Test	
35	0.0001	0.0	10
36	0.0001	7.0	10
37	0.0000	9.0	10
38	0.0139	1.0	10
39	0.0000	9.0	10
40	0.0000	9.0	10
41	0.0002	0.0	10
42	0.0000	8.0	10
43	0.0016	9.0	10
44	0.0017	0.0	10
45	0.0001	1.0	10
46	0.0001	1.0	10
47	0.0000	9.0	10
48	0.0010	0.0	10
49	0.0095	2.0	10
50	0.0381	2.0	10
51	0.0513	0.0	10
52	0.0347	8.0	10
53	0.0000	9.0	10
54	0.0004	1.0	10
55	0.0000	9.0	10
56	0.0000	9.0	10
57	0.0000	9.0	10
58	0.0000	9.0	10
59	0.0000	9.0	10
60	0.0000	9.0	10
61	0.0008	9.0	10
62	0.0000	9.0	10
63	0.0000	9.0	10
64	0.0005	9.0	10
65	0.0668	1.0	10
66		Dropped from Test	
67	0.0295	0.0	10
68	0.0002	9.0	10
69	0.0000	9.0	10
70	0.0006	1.0	10
71	0.0000	9.0	10
72	0.0000	9.0	10
73	0.0241	9.0	10
74	0.0001	2.0	10
75	0.0054	0.0	10
76	0.0004	9.0	10
77	0.0001	4.0	10
78	0.0005	9.0	10
79	0.0000	9.0	10
80	0.0031	1.0	10
81	0.0780	2.0	10
82	0.0006	9.0	10
83	0.0001	9.0	10
84	0.0002	9.0	10
85	0.0000	9.0	10

86 0.0000 9.0 10

D(Sermaye Buyume Oranı)ADF Bireysel Birim Kök Test Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(SERMAYE_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:03

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 860

Cross-sections included: 86

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	1091.21	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-26.3640	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(SERMAYE_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
1	0.0007	0	1	10
2	0.0026	0	1	10
3	0.0013	0	1	10
4	0.0000	0	1	10
5	0.0028	0	1	10
6	0.0004	0	1	10
7	0.0043	0	1	10
8	0.0043	0	1	10
9	0.0039	0	1	10
10	0.0023	0	1	10
11	0.0070	0	1	10
12	0.0145	0	1	10
13	0.0000	0	1	10
14	0.0333	0	1	10
15	0.0009	0	1	10
16	0.0079	0	1	10
17	0.0040	0	1	10
18	0.0003	0	1	10
19	0.0178	0	1	10
20	0.0015	0	1	10
21	0.0043	0	1	10
22	0.0000	0	1	10
23	0.0054	0	1	10
24	0.0043	0	1	10
25	0.0043	0	1	10
26	0.0004	0	1	10

27	0.0028	0	1	10
28	0.0043	0	1	10
29	0.0043	0	1	10
30	0.0006	0	1	10
31	0.0029	0	1	10
32	0.0000	0	1	10
33	0.0000	0	1	10
34	0.0052	0	1	10
35	0.0253	0	1	10
36	0.0003	0	1	10
37	0.0004	0	1	10
38	0.0478	0	1	10
39	0.0000	0	1	10
40	0.6181	0	1	10
41	0.0043	0	1	10
42	0.0060	0	1	10
43	0.0046	0	1	10
44	0.0043	0	1	10
45	0.0066	0	1	10
46	0.0049	0	1	10
47	0.0028	0	1	10
48	0.0040	0	1	10
49	0.0000	0	1	10
50	0.0035	0	1	10
51	0.0012	0	1	10
52	0.0000	0	1	10
53	0.0043	0	1	10
54	0.0043	0	1	10
55	0.0152	0	1	10
56	0.0001	0	1	10
57	0.0048	0	1	10
58	0.0005	0	1	10
59	0.0019	0	1	10
60	0.0001	0	1	10
61	0.2244	0	1	10
62	0.0043	0	1	10
63	0.0024	0	1	10
64	0.0010	0	1	10
65	0.0068	0	1	10
66	0.0067	0	1	10
67	0.0043	0	1	10
68	0.0112	0	1	10
69	0.0005	0	1	10
70	0.0040	0	1	10
71	0.0014	0	1	10
72	0.0001	0	1	10
73	0.0001	0	1	10
74	0.0113	0	1	10
75	0.0000	0	1	10
76	0.0048	0	1	10
77	0.0047	0	1	10
78	0.0015	0	1	10

79	0.0331	0	1	10
80	0.0088	0	1	10
81	0.0048	0	1	10
82	0.0011	0	1	10
83	0.0002	0	1	10
84	0.0038	0	1	10
85	0.0082	0	1	10
86	0.0044	0	1	10

D(Sermaye Buyume Oranı) PP Bireysel Birim Kök Test Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(SERMAYE_BUYUME_ORAN_)

Date: 05/23/09 Time: 20:04

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 830

Cross-sections included: 83 (3 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	1624.65	0.0000
PP - Choi Z-stat	-34.6326	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results

D(SERMAYE_BUYUME_ORAN_)

Cross section	Prob.	Bandwidth	Obs
1	0.0000	4.0	10
2	0.0000	9.0	10
3	0.0000	9.0	10
4	0.0000	1.0	10
5	0.0000	9.0	10
6	0.0000	9.0	10
7	0.0000	9.0	10
8	0.0000	8.0	10
9	0.0000	9.0	10
10	0.0000	9.0	10
11	0.0000	9.0	10
12	0.0142	1.0	10
13	0.0000	2.0	10
14	0.0056	9.0	10
15	0.0001	4.0	10
16	0.0005	6.0	10
17	0.0000	9.0	10

18	0.0000	9.0	10
19	0.0009	9.0	10
20	0.0000	9.0	10
21		Dropped from Test	
22	0.0000	0.0	10
23	0.0001	9.0	10
24	0.0000	9.0	10
25		Dropped from Test	
26	0.0000	9.0	10
27	0.0000	9.0	10
28	0.0000	9.0	10
29	0.0000	9.0	10
30	0.0000	9.0	10
31	0.0000	9.0	10
32	0.0001	1.0	10
33	0.0001	1.0	10
34	0.0000	9.0	10
35	0.0001	9.0	10
36	0.0000	7.0	10
37	0.0000	4.0	10
38	0.0080	9.0	10
39	0.0001	1.0	10
40	0.6181	0.0	10
41	0.0000	9.0	10
42	0.0000	9.0	10
43	0.0000	9.0	10
44		Dropped from Test	
45	0.0003	9.0	10
46	0.0003	9.0	10
47	0.0000	7.0	10
48	0.0000	9.0	10
49	0.0001	1.0	10
50	0.0000	8.0	10
51	0.0000	9.0	10
52	0.0001	1.0	10
53	0.0001	6.0	10
54	0.0000	9.0	10
55	0.0008	8.0	10
56	0.0000	4.0	10
57	0.0001	9.0	10
58	0.0001	3.0	10
59	0.0000	7.0	10
60	0.0001	0.0	10
61	0.2458	1.0	10
62	0.0000	9.0	10
63	0.0002	4.0	10
64	0.0000	9.0	10
65	0.0001	9.0	10
66	0.0001	9.0	10
67	0.0000	9.0	10
68	0.0091	1.0	10
69	0.0000	6.0	10

70	0.0000	9.0	10
71	0.0000	6.0	10
72	0.0001	9.0	10
73	0.0001	1.0	10
74	0.0001	9.0	10
75	0.0001	9.0	10
76	0.0000	9.0	10
77	0.0000	9.0	10
78	0.0003	4.0	10
79	0.0010	9.0	10
80	0.0002	9.0	10
81	0.0000	9.0	10
82	0.0000	9.0	10
83	0.0000	5.0	10
84	0.0000	6.0	10
85	0.0001	9.0	10
86	0.0000	9.0	10

EK 3: Im- Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonuçları

D(X/ TOPLAM Satış) Serisi Im- Pesaran-Shin Panel Birim Kök testi

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(X_TOPLAM_SAT)

Date: 05/24/09 Time: 12:36

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 780

Cross-sections included: 78

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	15.6035	0.0000
	-	
Im, Pesaran and Shin t-bar	3.33069	
	-	
T-bar critical values ***:	1% level	1.7940
		0
	-	
	5% level	1.7108
		0
	-	
	10% level	1.6664
		0

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

*** Critical values from original paper

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-1.8936		-1.504	1.069	0	1	10
2	-1.8140		-1.504	1.069	0	1	10
3	-3.7794		-1.504	1.069	0	1	10
4	-4.9831		-1.504	1.069	0	1	10
5	-3.2011		-1.504	1.069	0	1	10
6	-4.7448		-1.504	1.069	0	1	10
7	-4.4657		-1.504	1.069	0	1	10
8	-3.9341		-1.504	1.069	0	1	10
9	-1.7874		-1.504	1.069	0	1	10
10	-4.5511		-1.504	1.069	0	1	10
11	-1.6173		-1.504	1.069	0	1	10
12	-5.0778		-1.504	1.069	0	1	10
13	-1.8504		-1.504	1.069	0	1	10
14	-3.5497		-1.504	1.069	0	1	10
15	-1.7254		-1.504	1.069	0	1	10
16	-1.1680		-1.504	1.069	0	1	10
17	-3.4609		-1.504	1.069	0	1	10
18	-3.3301		-1.504	1.069	0	1	10
19	-4.4392		-1.504	1.069	0	1	10
20	-6.6398		-1.504	1.069	0	1	10
21	-2.2378		-1.504	1.069	0	1	10
22	-2.9304		-1.504	1.069	0	1	10
23	-5.2948		-1.504	1.069	0	1	10
24	-4.3128		-1.504	1.069	0	1	10
25	-5.3118		-1.504	1.069	0	1	10
26	-3.3717		-1.504	1.069	0	1	10
27	-3.1896		-1.504	1.069	0	1	10
28	-2.7871		-1.504	1.069	0	1	10
29	-6.3904		-1.504	1.069	0	1	10
30	-4.3402		-1.504	1.069	0	1	10
31	-3.2415		-1.504	1.069	0	1	10
32	-3.1779		-1.504	1.069	0	1	10
33	-4.1139		-1.504	1.069	0	1	10
34	-4.0368		-1.504	1.069	0	1	10
35	-2.0759		-1.504	1.069	0	1	10
36	-3.6091		-1.504	1.069	0	1	10
37	-1.5981		-1.504	1.069	0	1	10
38	-3.3481		-1.504	1.069	0	1	10
39	-3.1934		-1.504	1.069	0	1	10
40	-2.5648		-1.504	1.069	0	1	10
41	-4.1640		-1.504	1.069	0	1	10
42	-5.7197		-1.504	1.069	0	1	10
43	-4.1693		-1.504	1.069	0	1	10
44	-1.9306		-1.504	1.069	0	1	10
45	-3.3000		-1.504	1.069	0	1	10
46	-3.5838		-1.504	1.069	0	1	10
47	-5.4782		-1.504	1.069	0	1	10

48	-3.9498	-1.504	1.069	0	1	10
49	-4.3291	-1.504	1.069	0	1	10
50	-2.0531	-1.504	1.069	0	1	10
51	-4.9666	-1.504	1.069	0	1	10
52	-2.8268	-1.504	1.069	0	1	10
53	-1.7817	-1.504	1.069	0	1	10
54	-2.4233	-1.504	1.069	0	1	10
55	-2.8943	-1.504	1.069	0	1	10
56	-1.6358	-1.504	1.069	0	1	10
57	-3.7808	-1.504	1.069	0	1	10
58	-2.4590	-1.504	1.069	0	1	10
59	-2.4676	-1.504	1.069	0	1	10
60	-2.5883	-1.504	1.069	0	1	10
61	-2.6614	-1.504	1.069	0	1	10
62	-2.1086	-1.504	1.069	0	1	10
63	-2.5482	-1.504	1.069	0	1	10
64	-2.5744	-1.504	1.069	0	1	10
65	-4.4655	-1.504	1.069	0	1	10
66	0.6256	-1.504	1.069	0	1	10
67	-0.3867	-1.504	1.069	0	1	10
68	-5.6087	-1.504	1.069	0	1	10
69	-6.0810	-1.504	1.069	0	1	10
70	-3.6259	-1.504	1.069	0	1	10
71	-3.9357	-1.504	1.069	0	1	10
72	-2.7814	-1.504	1.069	0	1	10
73	-1.7293	-1.504	1.069	0	1	10
74	-4.7937	-1.504	1.069	0	1	10
75	-4.1360	-1.504	1.069	0	1	10
76	-3.5730	-1.504	1.069	0	1	10
77	-3.0175	-1.504	1.069	0	1	10
78	-0.7516	-1.504	1.069	0	1	10
Average	-3.3307	-1.504	1.069			

KVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: KVB_BUYUME_ORAN_

Date: 05/24/09 Time: 15:37

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 858

Cross-sections included: 78

Method	Statisti c	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	13.971	0.0000

		4
		-
		3.1191
Im, Pesaran and Shin t-bar		3
		-
T-bar critical values ***:	1%	1.7911
	level	2
		-
	5%	1.7088
	level	0
		-
	10%	1.6655
	level	2

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

*** Critical values from original paper

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.2587		-1.506	1.040	0	1	11
2	-3.3197		-1.506	1.040	0	1	11
3	-3.1779		-1.506	1.040	0	1	11
4	-3.1054		-1.506	1.040	0	1	11
5	-5.8129		-1.506	1.040	0	1	11
6	-2.0047		-1.506	1.040	0	1	11
7	-1.5904		-1.506	1.040	0	1	11
8	-4.5765		-1.506	1.040	0	1	11
9	-3.2857		-1.506	1.040	0	1	11
10	-3.4401		-1.506	1.040	0	1	11
11	-3.6101		-1.506	1.040	0	1	11
12	-3.0995		-1.506	1.040	0	1	11
13	-5.7803		-1.506	1.040	0	1	11
14	-3.9064		-1.506	1.040	0	1	11
15	-3.4505		-1.506	1.040	0	1	11
16	-2.3925		-1.506	1.040	0	1	11
17	-3.3848		-1.506	1.040	0	1	11
18	-4.9378		-1.506	1.040	0	1	11
19	-1.4377		-1.506	1.040	0	1	11
20	-2.5432		-1.506	1.040	0	1	11
21	-3.4363		-1.506	1.040	0	1	11
22	-1.6555		-1.506	1.040	0	1	11
23	-0.8762		-1.506	1.040	0	1	11
24	-3.3951		-1.506	1.040	0	1	11
25	-2.8265		-1.506	1.040	0	1	11
26	-3.6311		-1.506	1.040	0	1	11
27	-3.6631		-1.506	1.040	0	1	11
28	-3.6078		-1.506	1.040	0	1	11
29	-3.0920		-1.506	1.040	0	1	11
30	-4.8508		-1.506	1.040	0	1	11
31	-4.4328		-1.506	1.040	0	1	11
32	-3.3088		-1.506	1.040	0	1	11

33	-2.1957	-1.506	1.040	0	1	11
34	-3.2933	-1.506	1.040	0	1	11
35	-3.3930	-1.506	1.040	0	1	11
36	-3.0063	-1.506	1.040	0	1	11
37	-3.4159	-1.506	1.040	0	1	11
38	-2.5134	-1.506	1.040	0	1	11
39	-2.1566	-1.506	1.040	0	1	11
40	-2.9944	-1.506	1.040	0	1	11
41	-2.5776	-1.506	1.040	0	1	11
42	-3.6103	-1.506	1.040	0	1	11
43	-4.9431	-1.506	1.040	0	1	11
44	-3.1087	-1.506	1.040	0	1	11
45	-2.4110	-1.506	1.040	0	1	11
46	-2.4092	-1.506	1.040	0	1	11
47	-3.0882	-1.506	1.040	0	1	11
48	-3.3553	-1.506	1.040	0	1	11
49	-0.8621	-1.506	1.040	0	1	11
50	-4.3575	-1.506	1.040	0	1	11
51	-3.8642	-1.506	1.040	0	1	11
52	0.1959	-1.506	1.040	0	1	11
53	-0.9959	-1.506	1.040	0	1	11
54	-3.6485	-1.506	1.040	0	1	11
55	-3.7999	-1.506	1.040	0	1	11
56	-3.4745	-1.506	1.040	0	1	11
57	-2.8069	-1.506	1.040	0	1	11
58	-2.9123	-1.506	1.040	0	1	11
59	-0.8068	-1.506	1.040	0	1	11
60	-3.7505	-1.506	1.040	0	1	11
61	-3.3845	-1.506	1.040	0	1	11
62	-1.9765	-1.506	1.040	0	1	11
63	-3.6125	-1.506	1.040	0	1	11
64	-3.0951	-1.506	1.040	0	1	11
65	-2.7773	-1.506	1.040	0	1	11
66	-2.5976	-1.506	1.040	0	1	11
67	-2.7136	-1.506	1.040	0	1	11
68	-3.3385	-1.506	1.040	0	1	11
69	-4.7755	-1.506	1.040	0	1	11
70	-2.9175	-1.506	1.040	0	1	11
71	-2.0647	-1.506	1.040	0	1	11
72	-3.3392	-1.506	1.040	0	1	11
73	-3.4107	-1.506	1.040	0	1	11
74	-3.8290	-1.506	1.040	0	1	11
75	-3.4325	-1.506	1.040	0	1	11
76	-3.2729	-1.506	1.040	0	1	11
77	-2.9255	-1.506	1.040	0	1	11
78	-3.3828	-1.506	1.040	0	1	11
<hr/>						
Average	-3.1191	-1.506	1.040			
<hr/>						

UVB Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: UVB_BUYUME_ORAN_

Date: 05/24/09 Time: 15:38

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 858

Cross-sections included: 78

Method	Statistic	Prob.**
	-	
	13.129	
Im, Pesaran and Shin W-stat	6	0.0000
	-	
	3.0219	
Im, Pesaran and Shin t-bar	3	
	-	
T-bar critical values ***:	1% level	1.7911
	2	
	-	
	5% level	1.7088
	0	
	-	
	10% level	1.6655
	2	

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

*** Critical values from original paper

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.2795		-1.506	1.040	0	1	11
2	-1.8482		-1.506	1.040	0	1	11
3	-2.1966		-1.506	1.040	0	1	11
4	-2.7843		-1.506	1.040	0	1	11
5	-1.4154		-1.506	1.040	0	1	11
6	-4.4299		-1.506	1.040	0	1	11
7	-2.4049		-1.506	1.040	0	1	11
8	-3.7750		-1.506	1.040	0	1	11
9	-3.2745		-1.506	1.040	0	1	11
10	-4.0559		-1.506	1.040	0	1	11
11	-1.7371		-1.506	1.040	0	1	11
12	-3.2107		-1.506	1.040	0	1	11
13	-3.9350		-1.506	1.040	0	1	11
14	-2.9381		-1.506	1.040	0	1	11
15	-3.3463		-1.506	1.040	0	1	11
16	-3.7001		-1.506	1.040	0	1	11
17	-3.3166		-1.506	1.040	0	1	11
18	-1.8016		-1.506	1.040	0	1	11

19	-3.1214	-1.506	1.040	0	1	11
20	-3.3613	-1.506	1.040	0	1	11
21	-3.4318	-1.506	1.040	0	1	11
22	-3.9849	-1.506	1.040	0	1	11
23	-2.2615	-1.506	1.040	0	1	11
24	-3.1158	-1.506	1.040	0	1	11
25	-2.3967	-1.506	1.040	0	1	11
26	-3.3171	-1.506	1.040	0	1	11
27	-4.9673	-1.506	1.040	0	1	11
28	-3.7304	-1.506	1.040	0	1	11
29	-4.0844	-1.506	1.040	0	1	11
30	-4.4497	-1.506	1.040	0	1	11
31	-3.5288	-1.506	1.040	0	1	11
32	-1.7725	-1.506	1.040	0	1	11
33	-3.3552	-1.506	1.040	0	1	11
34	-2.3352	-1.506	1.040	0	1	11
35	-3.7607	-1.506	1.040	0	1	11
36	-4.1954	-1.506	1.040	0	1	11
37	-2.1979	-1.506	1.040	0	1	11
38	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
39	-3.3396	-1.506	1.040	0	1	11
40	-3.2728	-1.506	1.040	0	1	11
41	-3.4895	-1.506	1.040	0	1	11
42	-1.9993	-1.506	1.040	0	1	11
43	-2.3564	-1.506	1.040	0	1	11
44	-1.7498	-1.506	1.040	0	1	11
45	-2.0892	-1.506	1.040	0	1	11
46	-3.2916	-1.506	1.040	0	1	11
47	-3.2713	-1.506	1.040	0	1	11
48	-3.5240	-1.506	1.040	0	1	11
49	-3.3118	-1.506	1.040	0	1	11
50	-4.5727	-1.506	1.040	0	1	11
51	-3.3955	-1.506	1.040	0	1	11
52	-3.4278	-1.506	1.040	0	1	11
53	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
54	-3.3343	-1.506	1.040	0	1	11
55	-3.1732	-1.506	1.040	0	1	11
56	-3.9344	-1.506	1.040	0	1	11
57	-3.0623	-1.506	1.040	0	1	11
58	-1.4665	-1.506	1.040	0	1	11
59	-1.6954	-1.506	1.040	0	1	11
60	-2.9727	-1.506	1.040	0	1	11
61	-3.3359	-1.506	1.040	0	1	11
62	-2.5326	-1.506	1.040	0	1	11
63	-2.3119	-1.506	1.040	0	1	11
64	-3.8406	-1.506	1.040	0	1	11
65	-2.0643	-1.506	1.040	0	1	11
66	-2.9761	-1.506	1.040	0	1	11
67	-2.3446	-1.506	1.040	0	1	11
68	-2.0995	-1.506	1.040	0	1	11
69	-2.8452	-1.506	1.040	0	1	11
70	-2.6790	-1.506	1.040	0	1	11

71	-3.3256	-1.506	1.040	0	1	11
72	-2.3231	-1.506	1.040	0	1	11
73	-1.6587	-1.506	1.040	0	1	11
74	-2.8533	-1.506	1.040	0	1	11
75	-2.9043	-1.506	1.040	0	1	11
76	-2.7367	-1.506	1.040	0	1	11
77	-3.3182	-1.506	1.040	0	1	11
78	-3.3797	-1.506	1.040	0	1	11
Average	-3.0219	-1.506	1.040			

Sermaye Buyume Oranı Serisi Im-Pesaran-Shin Panel Birim Kök Testi Sonucu

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: SERMAYE_BUYUME_ORAN_

Date: 05/24/09 Time: 15:39

Sample: 1997 2008

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Total (balanced) observations: 858

Cross-sections included: 78

Method	Statistic	Prob.**
	-	
	17.082	
Im, Pesaran and Shin W-stat	3	0.0000
	-	
	3.4783	
Im, Pesaran and Shin t-bar	1	
	-	
	1%	1.7911
T-bar critical values ***:	level	2
	-	
	5%	1.7088
	level	0
	-	
	10%	1.6655
	level	2

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

*** Critical values from original paper

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.9943		-1.506	1.040	0	1	11
2	-3.7456		-1.506	1.040	0	1	11
3	-4.3486		-1.506	1.040	0	1	11

4	-3.9738	-1.506	1.040	0	1	11
5	-3.9920	-1.506	1.040	0	1	11
6	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
7	-3.9969	-1.506	1.040	0	1	11
8	-3.4861	-1.506	1.040	0	1	11
9	-3.3731	-1.506	1.040	0	1	11
10	-2.5807	-1.506	1.040	0	1	11
11	-2.8647	-1.506	1.040	0	1	11
12	-3.5049	-1.506	1.040	0	1	11
13	-2.4805	-1.506	1.040	0	1	11
14	-3.6552	-1.506	1.040	0	1	11
15	-3.5242	-1.506	1.040	0	1	11
16	-4.2627	-1.506	1.040	0	1	11
17	-2.8382	-1.506	1.040	0	1	11
18	-4.1636	-1.506	1.040	0	1	11
19	-4.1948	-1.506	1.040	0	1	11
20	-3.5129	-1.506	1.040	0	1	11
21	-3.3478	-1.506	1.040	0	1	11
22	-4.3488	-1.506	1.040	0	1	11
23	-3.4652	-1.506	1.040	0	1	11
24	-3.8160	-1.506	1.040	0	1	11
25	-4.2708	-1.506	1.040	0	1	11
26	-3.5105	-1.506	1.040	0	1	11
27	-3.0581	-1.506	1.040	0	1	11
28	-3.4681	-1.506	1.040	0	1	11
29	-2.0095	-1.506	1.040	0	1	11
30	-5.4665	-1.506	1.040	0	1	11
31	-3.9840	-1.506	1.040	0	1	11
32	-2.1889	-1.506	1.040	0	1	11
33	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
34	-0.9670	-1.506	1.040	0	1	11
35	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
36	-3.6722	-1.506	1.040	0	1	11
37	-3.4953	-1.506	1.040	0	1	11
38	-3.0662	-1.506	1.040	0	1	11
39	-2.8809	-1.506	1.040	0	1	11
40	-4.3025	-1.506	1.040	0	1	11
41	-3.8120	-1.506	1.040	0	1	11
42	-3.3313	-1.506	1.040	0	1	11
43	-2.7040	-1.506	1.040	0	1	11
44	-4.1425	-1.506	1.040	0	1	11
45	-3.3166	-1.506	1.040	0	1	11
46	-3.7614	-1.506	1.040	0	1	11
47	-3.4336	-1.506	1.040	0	1	11
48	-3.0141	-1.506	1.040	0	1	11
49	-4.1297	-1.506	1.040	0	1	11
50	-3.4467	-1.506	1.040	0	1	11
51	-3.8894	-1.506	1.040	0	1	11
52	-3.7117	-1.506	1.040	0	1	11
53	-1.8778	-1.506	1.040	0	1	11
54	-1.6578	-1.506	1.040	0	1	11
55	-3.3199	-1.506	1.040	0	1	11

56	-2.6713	-1.506	1.040	0	1	11
57	-4.4190	-1.506	1.040	0	1	11
58	-3.0335	-1.506	1.040	0	1	11
59	-3.3229	-1.506	1.040	0	1	11
60	-1.9900	-1.506	1.040	0	1	11
61	-4.5133	-1.506	1.040	0	1	11
62	-3.4527	-1.506	1.040	0	1	11
63	-3.4961	-1.506	1.040	0	1	11
64	-3.8940	-1.506	1.040	0	1	11
65	-4.0520	-1.506	1.040	0	1	11
66	-2.0145	-1.506	1.040	0	1	11
67	-5.8404	-1.506	1.040	0	1	11
68	-3.2483	-1.506	1.040	0	1	11
69	-3.5309	-1.506	1.040	0	1	11
70	-3.6218	-1.506	1.040	0	1	11
71	-3.2822	-1.506	1.040	0	1	11
72	-3.0114	-1.506	1.040	0	1	11
73	-3.1625	-1.506	1.040	0	1	11
74	-4.2369	-1.506	1.040	0	1	11
75	-4.9875	-1.506	1.040	0	1	11
76	-3.9968	-1.506	1.040	0	1	11
77	-2.6613	-1.506	1.040	0	1	11
78	-3.5593	-1.506	1.040	0	1	11
Average	-3.4783	-1.506	1.040			

EK 4: Pedroni Panel Koentegrasyon Test Sonucu

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: D(X_TOPLAM_SAT) KVB_BUYUME_ORAN_ UVB_BUYUME_ORAN_ SERMAYE_BUYUME_ORAN_

Date: 05/24/09 Time: 15:33

Sample: 1997 2008

Includud observations: 936

Cross-sections included: 78

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend
 Lag selection: fixed at 0
 Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

			Weighted	
	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	-2.751476	0.0091	-5.435572	0.0000
Panel rho-Statistic	3.189199	0.0025	2.501823	0.0174
Panel PP-Statistic	-9.972890	0.0000	-12.54564	0.0000
Panel ADF-Statistic	-8.864714	0.0000	-11.03044	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	6.406464	0.0000
Group PP-Statistic	-17.29356	0.0000
Group ADF-Statistic	-11.14914	0.0000

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	-0.034	0.016780	0.016780	0.00	10
2	0.017	0.001957	0.001957	0.00	10
3	0.244	0.007075	0.001572	9.00	10
4	-0.387	0.003912	0.002536	3.00	10
5	-0.180	0.002813	0.002859	1.00	10
6	0.193	0.000417	0.000312	5.00	10
7	-0.148	0.001809	0.001929	2.00	10
8	-0.422	0.002281	0.000825	9.00	10
9	0.059	0.021927	0.022481	1.00	10
10	-0.558	0.042702	0.021975	4.00	10
11	-0.405	0.001387	0.001521	1.00	10
12	-0.296	0.003564	0.000890	8.00	10
13	0.540	0.001653	0.001562	2.00	10
14	0.114	0.002644	0.002049	3.00	10
15	-0.164	0.002327	0.002327	0.00	10
16	0.526	0.003703	0.003374	3.00	10
17	-0.404	0.000953	0.000452	6.00	10
18	-0.279	0.003880	0.003461	2.00	10
19	-0.387	0.034295	0.007718	9.00	10
20	-0.276	0.000239	0.000255	1.00	10
21	0.312	0.004591	0.004591	0.00	10
22	-0.388	0.002883	0.003213	1.00	10
23	-0.194	0.017071	0.004788	6.00	10
24	-0.539	0.002806	0.000955	8.00	10
25	-0.594	0.001017	0.001017	0.00	10
26	0.084	0.007325	0.006502	2.00	10
27	0.278	0.000543	0.000540	2.00	10

28	-0.098	0.005755	0.005048	2.00	10
29	-0.134	5.03E-05	5.03E-05	0.00	10
30	-0.634	0.000134	3.28E-05	9.00	10
31	0.169	0.001202	0.000823	9.00	10
32	-0.356	0.002171	0.001530	6.00	10
33	-0.220	0.001991	0.000286	9.00	10
34	-0.307	0.003746	0.003746	0.00	10
35	0.203	0.001663	0.001251	3.00	10
36	-0.297	0.004827	0.001333	9.00	10
37	0.183	0.055782	0.034447	4.00	10
38	-0.078	0.014550	0.005757	9.00	10
39	0.098	3.23E-05	3.16E-05	1.00	10
40	0.063	0.074260	0.084106	1.00	10
41	-0.493	0.003066	0.001201	8.00	10
42	-0.894	0.000492	0.000248	9.00	10
43	-0.195	0.003776	0.003161	2.00	10
44	0.166	0.002590	0.002590	0.00	10
45	-0.293	0.001868	0.000305	8.00	10
46	-0.095	0.000537	0.000631	1.00	10
47	-0.588	0.001875	0.000271	9.00	10
48	-0.284	8.75E-05	8.75E-05	0.00	10
49	-0.225	0.075934	0.010180	9.00	10
50	0.185	0.001612	0.001534	2.00	10
51	0.046	0.099005	0.023050	9.00	10
52	-0.172	0.001236	0.001079	2.00	10
53	0.341	0.002986	0.000762	7.00	10
54	-0.162	1.62E-05	1.81E-05	1.00	10
55	-0.058	0.009345	0.008419	1.00	10
56	0.444	0.000700	0.000721	1.00	10
57	-0.050	0.001181	0.001059	2.00	10
58	-0.358	0.001431	0.000231	9.00	10
59	-0.462	0.007372	0.005716	2.00	10
60	0.412	0.001345	0.001618	1.00	10
61	-0.163	0.000161	0.000161	0.00	10
62	-0.111	0.001368	0.001368	0.00	10
63	-0.044	0.002721	0.002498	1.00	10
64	0.020	0.002705	0.003236	1.00	10
65	-0.107	0.004730	0.004730	0.00	10
66	0.280	0.002558	0.001942	4.00	10
67	-0.166	0.000160	0.000147	1.00	10
68	-0.531	0.006090	0.005608	1.00	10
69	-0.730	0.001765	0.001765	0.00	10
70	0.310	0.001556	0.001286	2.00	10
71	-0.336	0.003838	0.001141	9.00	10
72	-0.102	0.003702	0.003702	0.00	10
73	0.244	0.005438	0.005089	2.00	10
74	-0.565	6.59E-05	6.59E-05	0.00	10
75	-0.292	0.016733	0.016733	0.00	10
76	-0.094	0.000842	0.000903	1.00	10
77	0.329	0.000598	0.000181	9.00	10
78	0.546	0.015256	0.016461	1.00	10

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	-0.034	0.016780	0	--	10
2	0.017	0.001957	0	--	10
3	0.244	0.007075	0	--	10
4	-0.387	0.003912	0	--	10
5	-0.180	0.002813	0	--	10
6	0.193	0.000417	0	--	10
7	-0.148	0.001809	0	--	10
8	-0.422	0.002281	0	--	10
9	0.059	0.021927	0	--	10
10	-0.558	0.042702	0	--	10
11	-0.405	0.001387	0	--	10
12	-0.296	0.003564	0	--	10
13	0.540	0.001653	0	--	10
14	0.114	0.002644	0	--	10
15	-0.164	0.002327	0	--	10
16	0.526	0.003703	0	--	10
17	-0.404	0.000953	0	--	10
18	-0.279	0.003880	0	--	10
19	-0.387	0.034295	0	--	10
20	-0.276	0.000239	0	--	10
21	0.312	0.004591	0	--	10
22	-0.388	0.002883	0	--	10
23	-0.194	0.017071	0	--	10
24	-0.539	0.002806	0	--	10
25	-0.594	0.001017	0	--	10
26	0.084	0.007325	0	--	10
27	0.278	0.000543	0	--	10
28	-0.098	0.005755	0	--	10
29	-0.134	5.03E-05	0	--	10
30	-0.634	0.000134	0	--	10
31	0.169	0.001202	0	--	10
32	-0.356	0.002171	0	--	10
33	-0.220	0.001991	0	--	10
34	-0.307	0.003746	0	--	10
35	0.203	0.001663	0	--	10
36	-0.297	0.004827	0	--	10
37	0.183	0.055782	0	--	10
38	-0.078	0.014550	0	--	10
39	0.098	3.23E-05	0	--	10
40	0.063	0.074260	0	--	10
41	-0.493	0.003066	0	--	10
42	-0.894	0.000492	0	--	10
43	-0.195	0.003776	0	--	10
44	0.166	0.002590	0	--	10
45	-0.293	0.001868	0	--	10
46	-0.095	0.000537	0	--	10
47	-0.588	0.001875	0	--	10
48	-0.284	8.75E-05	0	--	10
49	-0.225	0.075934	0	--	10

50	0.185	0.001612	0	--	10
51	0.046	0.099005	0	--	10
52	-0.172	0.001236	0	--	10
53	0.341	0.002986	0	--	10
54	-0.162	1.62E-05	0	--	10
55	-0.058	0.009345	0	--	10
56	0.444	0.000700	0	--	10
57	-0.050	0.001181	0	--	10
58	-0.358	0.001431	0	--	10
59	-0.462	0.007372	0	--	10
60	0.412	0.001345	0	--	10
61	-0.163	0.000161	0	--	10
62	-0.111	0.001368	0	--	10
63	-0.044	0.002721	0	--	10
64	0.020	0.002705	0	--	10
65	-0.107	0.004730	0	--	10
66	0.280	0.002558	0	--	10
67	-0.166	0.000160	0	--	10
68	-0.531	0.006090	0	--	10
69	-0.730	0.001765	0	--	10
70	0.310	0.001556	0	--	10
71	-0.336	0.003838	0	--	10
72	-0.102	0.003702	0	--	10
73	0.244	0.005438	0	--	10
74	-0.565	6.59E-05	0	--	10
75	-0.292	0.016733	0	--	10
76	-0.094	0.000842	0	--	10
77	0.329	0.000598	0	--	10
78	0.546	0.015256	0	--	10

EK 5: Yıllara Göre İMKB'de Faaliyet Gösteren Firma Sayıları

yıllar	büyük firma sayısı	küçük firma sayısı
1997	82	30
1998	89	22
1999	90	34
2000	92	32
2001	91	36
2002	92	35
2003	76	36
2004	78	34
2005	95	36
2006	96	37
2007	90	40
2008	82	45