



TÜRK SANAYİCİLERİ VE
İŞADAMLARI DERNEĞİ

TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI



TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME ve MALİ YAPI

Mali Gelişmişlik / Firma Mali Yapısı

TÜSİAD BÜYÜME STRATEJİLERİ DİZİSİ No:5



**TÜRK SANAYİCİLERİ VE
İŞADAMLARI DERNEĞİ**

**TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI**



TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME ve MALİ YAPI

Mali Gelişmişlik / Firma Mali Yapısı

Kasım 2005

(Yayın No. TÜSİAD-T/2005-11/409)

Meşrutiyet Caddesi, No.74 34420 Tepebaşı/İstanbul
Telefon: (0212) 249 07 23 • Telefax: (0212) 249 13 50

© 2005, TÜSİAD

*Tüm hakları saklıdır. Bu eserin tamamı ya da bir bölümü,
4110 sayılı Yasa ile değişik 5846 sayılı FSEK uyarınca,
kullanılmazdan önce hak sahibinden 52. Maddeye uygun
yazılı izin alınmadıkça, hiçbir şekil ve yöntemle işlenmek, çoğaltılmak,
çoğaltılmış nüshaları yayılmak, satılmak,
kiralananmak, ödünç verilmek, temsil edilmek, sunulmak,
telli/telsiz ya da başka teknik, sayısal ve/veya elektronik
yöntemlerle iletilmek suretiyle kullanılamaz.*

ISBN : 975-8458-92-2

LEBİB YALKIN YAYIMLARI VE BASIM İŞLERİ ANONİM ŞİRKETİ
Oto Sanayii, Barbaros Cad. No.78 34396 4. Levent-İSTANBUL
Tel: (0212) 282 39 00 Faks: (0212) 280 99 34

ÖNSÖZ

TÜSİAD, özel sektörü temsil eden sanayici ve işadamları tarafından 1971 yılında, Anayasamızın ve Dernekler Kanunu'nun ilgili hükümlerine uygun olarak kurulmuş, kamu yararına çalışan bir dernek olup gönüllü bir sivil toplum örgütüdür.

TÜSİAD, demokrasi ve insan hakları evrensel ilkelerine bağlı, girişim, inanç ve düşünce özgürlüklerine saygılı, yalnızca asli görevlerine odaklanmış etkin bir devletin varolduğu Türkiye'de, Atatürk'ün çağdaş uygarlık hedefine ve ilkelerine sadık toplumsal yapının gelişmesine ve demokratik sivil toplum ve laik hukuk devleti anlayışının yerleşmesine yardımcı olur. TÜSİAD, piyasa ekonomisinin hukuksal ve kurumsal altyapısının yerleşmesine ve iş dünyasının evrensel iş ahlakı ilkelerine uygun bir biçimde faaliyette bulunmasına çalışır. TÜSİAD, uluslararası entegrasyon hedefi doğrultusunda Türk sanayi ve hizmet kesiminin rekabet gücünün artırılarak, uluslararası ekonomik sistemde belirgin ve kalıcı bir yer edinmesi gerektiğine inanır ve bu yönde çalışır. TÜSİAD, Türkiye'de liberal ekonomi kurallarının yerleşmesinin yanısıra, ülkenin insan ve doğal kaynaklarının teknolojik yeniliklerle desteklenerek en etkin biçimde kullanımını; verimlilik ve kalite yükselişini sürekli kılabacak ortamın yaratılması yoluyla rekabet gücünün artırılmasını hedef alan politikaları destekler.

TÜSİAD, misyonu doğrultusunda ve faaliyetleri çerçevesinde, ülke gündeminde bulunan konularla ilgili görüşlerini bilimsel çalışmalarla destekleyerek kamuoyuna duyurur ve bu görüşlerden hareketle kamuoyunda tartışma platformlarının oluşmasını sağlar.

“TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi” kapsamında sürdürülebilir büyümenin gereği olarak mali yapının iyileştirilmesine yönelik önerilerin geliştirilmesi için başlatılmış olan bu çalışma, Türkiye’deki mali yapının temel özelliklerini anlamayı ve bu yapının büyümeyi engelleyici yönlerini ortaya çıkarmayı amaçlamıştır. “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı” adlı bu rapor Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü yöneticisi Dr. Cihan YALÇIN, ekonomist yardımcısı Olcay Yücel ÇULHA ve aynı bölümde ekonomist olarak görev yapan Dr. Pınar ÖZBAY ÖZLÜ tarafından yazılmıştır.

Çalışmanın yazarları veri toplama aşamasındaki yardımlarından dolayı Zerrin GÜRGENCİ, Serap ÇELEN, Metin ÖNER ve Serkan YİĞİT ile yorum ve önerileriyle katkıda bulunan Ali Aşkın ÇULHA’ya teşekkür etmektedir.

Kasım 2005

ÖZGEÇMİŞ

Dr. Cihan YALÇIN

Zara doğumlu olan Cihan Yalçın, ekonomi alanında lisans ve lisansüstü derecelerini 1992 ve 1995 yıllarında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde, doktora derecesini ise 2004 yılında Nottingham Üniversitesi'nde tamamlamıştır. 1993-1996 döneminde Devlet Planlama Teşkilatı'nda çalıştıktan sonra 1996 yılından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü'nde sırasıyla Araştırmacı ve Ekonomist olarak görev yapmıştır. Halen aynı Genel Müdürlükte reel sektörle ilgili çalışmaların yapıldığı Yapısal Analiz Müdürlüğü'nde yönetici olarak görev yapmaktadır.

Parasal aktarım mekanizmaları, firma davranışlarının reel ve finansal düzeyde analizi, verimlilik, rekabet ve dış ticaret, mikroekonometri gibi konularda araştırmalar yapmaktadır.

Olcay Yücel ÇULHA

1973 yılında Akşehir'de doğan Olcay Yücel ÇULHA, ilk, orta ve lise öğrenimini Ankara'da tamamlamıştır. 1996 yılında Ankara Üniversitesi SBF İktisat Bölümü'nden mezun olmuş, 1997 yılında TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü'nde araştırmacı olarak işe başlamıştır. 2002 yılında York Üniversitesi'nden (İngiltere) ekonomi dalında master derecesini almıştır. Halen TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü'nde ekonomist yardımcısı olarak görev yapmaktadır. Çalışmaları daha çok, para ve kur politikaları alanında yoğunlaşmıştır.

Dr. Pınar ÖZBAY ÖZLÜ

Ankara doğumlu olan Pınar Özbay Özlü, ekonomi lisans ve lisansüstü derecelerini 1996 ve 1999 yıllarında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nden, ekonomi doktora derecesini 2004 yılında Michigan State Üniversitesi'nden aldı. 1996 yılında Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü'nde araştırmacı olarak göreve başladı. Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü'nde ekonomist olarak görev yapmaktadır.

Araştırma alanları; uygulamalı ekonometri, döviz kurları ve kur politikaları, dış ticaret politikaları ve mali piyasalardır.

İÇİNDEKİLER

I	GİRİŞ	11
II	Mali Gelişme, Mali Yapı ve Büyüme: Teorik ve Ampirik Literatür	17
	II.1 Mali Gelişme ve Büyüme İlişkisi	19
	II.2 Firmaların Mali Yapısı ve Büyüme İlişkisi	24
III	Türkiye’de Firmaların Mali Yapısı, Mali Gelişmişlik, Büyüme	29
	III.1 Firmaların Mali Yapısı	31
	III.2 Ticari Borçların Önemi	40
	III.3 Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Durumu	42
IV	Türkiye’deki Firmalar İçin Ampirik Sınamalar	51
	IV.1 Firmaların Büyümesi.	54
	IV.1.i Veri	54
	IV.1.ii Yöntem ve Model	56
	IV.1.iii Tahmin Sonuçları	62
	IV.1.iii.a İmalat Sanayii Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları	62
	IV.1.iii.b Hizmetler Sektörü Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları	73
	IV.2 Ticari Borç Kullanımının Belirleyicileri	82
	IV.2.i Teorik ve Ampirik Çerçeve	82
	IV.2.ii Ampirik Model ve Değişkenler	84
	IV.2.iii Tahmin Sonuçları	89
	IV.2.iii.a İmalat Sanayi Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları	89
	IV.2.iii.b Hizmetler Sektörü Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları	96
V	Sonuç ve Politika Çıkarımları	101
EK	114

Tablo Listesi

Tablo 1	1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları (Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)	32
Tablo 2	1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları: Hizmetler Sektörü (Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)	37
Tablo 3	Türkiye’de ve Dünyada Firmaların Mali Kaynakları (Toplam Yükümlülükler İçindeki Paylar, Yüzde)	39
Tablo 4	KOBİ’lerin Üretim ve İstihdama Katkısı (2002)	45
Tablo 5	İmalat Sanayiinde Faaliyet Gösteren Firmalar (Toplam İçindeki Paylar, Yüzde)	46
Tablo 6	Firma Grupları Arasındaki Korelasyon Katsayıları	56
Tablo 7-a	Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (İmalat Sanayii)	59
Tablo 7-b	Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (Hizmetler)	60
Tablo 8	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH	64
Tablo 9	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTBLO	65
Tablo 10	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTCRED	66
Tablo 11	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: ROSTD	68
Tablo 12	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH	69
Tablo 13	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTBLO	70
Tablo 14	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTCRED	71
Tablo 15	Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: ROSTD	72

Tablo 16	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH	74
Tablo 17	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTBLO	75
Tablo 18	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTCRED	76
Tablo 19	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: ROSTD	77
Tablo 20	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH	78
Tablo 21	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTBLO	79
Tablo 22	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTCRED	80
Tablo 23	Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: ROSTD	81
Tablo 24- a	Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (İmalat Sanayii)	87
Tablo 24- b	Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (Hizmetler)	88
Tablo 25	Bağımlı Değişken: Ticari Borç/ Toplam Yükümlülükler - İmalat Sanayii	90
Tablo 26	Bağımlı Değişken: Ticari Borç/(Ticari Borç + Banka Kredisi) İmalat Sanayii	92
Tablo 27	Bağımlı Değişken: Banka Kredisi/ Toplam Yükümlülükler - İmalat Sanayii	94
Tablo 28	Bağımlı Değişken: Ticari Borç/Toplam Yükümlülükler Hizmetler	97
Tablo 29	Bağımlı Değişken: Ticari Borç/ (Ticari Borç + Banka Kredisi) - Hizmetler	99
Tablo 30	Bağımlı Değişken: Banka Kredisi/ Toplam Yükümlülükler - Hizmetler	100

EK

Tablo A1	Mali Gelişme ve Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Bazı Bulgular	114
Tablo A2	1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları (Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)	115
Tablo A3	1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları: Hizmetler Sektörü (Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay).....	116

Grafik Listesi

Grafik 1	Firmaların Mali Yapısı: İmalat Sanayii	33
Grafik 2	Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii-Genç ve Yaşlı Firmalar)	34
Grafik 3	Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii-Büyük ve Küçük Firmalar)	34
Grafik 4	Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii-Hızlı ve Düşük Büyüme Gösteren Firmalar)	35
Grafik 5	Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii-İhracat Performansı Düşük ve Yüksek Firmalar)	35
Grafik 6	Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii-Bilgi/Teknoloji Yoğun Firmalar)	36
Grafik 7	Firmaların Mali Yapısı: Hizmetler Sektörü	38
Grafik 8	Bankacılık Sektörü Tarafından Verilen Krediler (GSMH içindeki yüzde paylar)	41
Grafik 9	Türkiye’de Mali Derinlik Göstergeleri	42

B Ö L Ü M

GİRİŞ

I. GİRİŞ

Türkiye'nin istikrarsız, ortalama olarak düşük büyüme hızları ve yüksek işsizlik oranları ile tanımlanabilecek yakın tarihinde, mali sektörün büyüme sorunsalının çözümünde yetersiz kaldığı bir gerçektir. Daha açık bir ifade ile, Türkiye'de tarım kesiminden sanayi ve hizmetler kesimine olan yoğun nüfus akımı, mal ve sermaye piyasalarının uluslararası pazara açık ancak emek dolaşımının kısıtlı olduğu ve yeterince kalıcı sermaye girişi olmadığı bir ortamda, büyüme ve istihdam sorununun çözümü güçleşirken, hane halklarının tasarruflarını yatırıma ve üretime dönüştürecek mevcut mali yapı, üretici firmalara etkin bir kaynak dağılımı sağlama konusunda yetersiz kalmıştır. Oysa, teorik ve ampirik düzeyde yapılan çalışmalar gelişmiş bir mali yapının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini göstermektedir.

Bu itibarla, Türkiye'nin yakın geçmişine ilişkin istatistiksel ve ekonometrik bir analiz yapılmıştır. Analizde, teorik ve ampirik literatüre göndermeler yapılarak, farklı ülke deneyimleri ile karşılaştırmaya ve uluslararası ekonomide Türkiye'nin yerini saptamaya yönelik bir altyapı sunulmaya çalışılmıştır. Çalışmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından derlenen şirket bilançoları, gelir tablosu ve diğer şirket bilgileri kullanılmıştır. Ekonominin tüm sektörlerinden firmaların yer aldığı veri seti, 1989 yılından itibaren firma bilgilerini içermekle birlikte, veriler bütün firmalar için süreklilik arz etmemektedir. Bununla birlikte, 1995-2003 dönemine ait yaklaşık 7 bin firma verisi kullanılarak farklı yapıdaki firmaların davranışlarını izlenmesine olanak tanıyacak şekilde analiz yapılmıştır.

Türkiye'de hane halklarının tasarruflarını yatırıma ve üretime dönüştürecek mevcut mali yapı, üretici firmalara etkin bir kaynak tahsisi açısından yeterli olmadığı gibi, ülkenin uluslararası rekabetini artıracak ve dolayısıyla istihdam sorununu hafifletecek uygulamalardan uzaktır. Türkiye'nin mali gelişmişlik düzeyi, firmaların ağırlıklı olarak piyasadan dolaylı yollardan kaynak sağlama yöntemini benimsemelerine neden olmuştur. Gelişmiş ve bazı gelişmekte olan ekonomilerin aksine, Türkiye'deki firmalar tahvil ve hisse senedi çıkarma konusunda önemli bir ilerleme sağlayamamışlardır. Ayrıca, bankacılık sisteminin tamamlayıcısı olarak, sermaye yetersizliği içindeki küçük ve orta ölçekli, genç, bilgi ve teknoloji yoğun ürün üreten firmalara kaynak aktarabilecek risk sermayesi (venture capital, angel), faktöring, leasing gibi esnek finansman yöntemleri de henüz yaygınlık kazanmamıştır.

Uzun yıllar devam eden makroekonomik istikrarsızlık ve mali sistemdeki kurumsal altyapı yetersizliği Türkiye’de kendine özgü bir firma mali yapısının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık sisteminin kaynak ihtiyacı içerisinde olan firmalara ucuz ve yeterli kredi sağlama konusundaki yetersizliği ve doğrudan finansman yöntemlerinin gelişmemiş olması, ticari ilişkilerden ve ortaklardan sağlanan borçların firmaların mali yapısı içindeki önemini artırmıştır. Başka bir deyişle, borç sağlayan firmaların borç alan firmalar hakkında daha fazla bilgiye sahip olmalarının sağladığı avantaj, bankacılık sisteminin özel sektöre kredi sağlama konusundaki yetersizlik ve makroekonomik belirsizlikler ticari borçları bir finansman seçeneği olarak mali sistem içindekini önemini artırmıştır. Firmaların dolaylı yollardan, özellikle ticari borçlar yoluyla kaynak sağlamaya yönelmeleri, mali olarak zayıf firmalara ek maliyetler yüklemekte, kayıtdışı mali ilişkileri yaygınlaştırmakta ve dolayısıyla Türkiye’nin sürdürülebilir büyüme amacına ulaşmasında engel oluşturmaktadır.

Türkiye ekonomisi bulunduğu coğrafya ve ekonomik kırılganlığı nedeniyle sık sık dışsal şoklara maruz kalmaktadır. Ekonominin taşıdığı potansiyel risklerin varlığı bankacılık sisteminin yüksek risk primi ile çalışmasını gerektirmektedir. Bu ortamda bankalar, kaynak ihtiyacı içerisinde olan bilgi ve teknoloji yoğun projeleri desteklemede yetersiz kalmaktadır. Bu tür projelere sahip firmaların borsaya yönelmeleri de çok maliyetli olmaktadır. Zira, bu firmaların genellikle genç olması ve dolayısıyla itibar sorunları bulunması, bunların hisse senedi ve tahvil çıkarmak yoluyla piyasadan doğrudan kaynak sağlamalarını zorlaştırabilmektedir. Türkiye gibi yapısal dönüşümlerin yaşandığı ülkeler için risk sermayesi, finansal kiralama, faktöring gibi alternatif finansman araçları üzerinde düşünülmesi gereken seçeneklerdir. Ayrıca, bu araçların yaygınlık kazanması, bilgi ve teknoloji yoğun projelerin geliştirilmesi ve üretim sürecine kazandırılması açısından da önemlidir.

Firmaların bankalarla yakın ilişkilerinin olduğu mali sistemlerde (Japonya, Almanya gibi ülkeler), uzun dönemli yatırımlar daha yaygındır. Bankalarla ilişkilerin daha bağımsız olduğu mali sistemlerde ise (İngiltere gibi) bu durum tersi yönündedir. Dünya ekonomisinde yapısal dönüşümlerin yaşandığı 1980 ve 1990’lı yıllarda, birinci gruba dahil ülkelerin değişimin getirdiği koşullara daha zor uyum sağladığı söylenebilir (Belke, Fehn ve Foster, 2003). Söz konusu dönemde ‘liberalleşme’ eğiliminin düşünsel ve pratik olarak güçlenmesine bağlı olarak dünya ticareti hızlı bir artış göstermiş ve sermaye hareketleri hızlanmıştır. Bu değişim, dünya ekonomisinde rekabeti hızlandırmıştır. Bundan kazançlı çıkan ekonomiler, bu değişimi reka-

betlerini artırıcı yönde geliştirmesini sağlayan kurumsal yapıların varlığına ve bu kurumların değişim karşısındaki esnekliğine borçludurlar. Başka bir deyişle, işgücü ve mali piyasaların küresel düzeydeki değişimin gereklerine kısa zamanda olumlu yönde tepki vermeleri (verimliliği ve dolayısıyla rekabet düzeyini artırıcı), söz konusu ekonomilerin sürdürülebilir bir büyüme düzeylerini yakalamalarını sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde firmaların mali kaynak seçeneklerinin sınırlı olması, daha likit varlık yapılarına rağmen, bu ekonomilerin mali krizlere daha duyarlı olmasına neden olmaktadır. Nitekim, gelişmiş mali piyasaları olan OECD ülkelerindeki şirketler, dışsal şoklardan genellikle daha az etkilenmektedir. Kısaca, gelişmiş mali sistemler, verimsiz alanlara yatırımları azaltacak şekilde yatırım imkanlarını daha iyi tanımlama, tasarrufları harekete geçirme, risk almayı teşvik etme ve teknolojik yenilikleri artırma gibi rolleri yerine getirmek suretiyle ekonomik büyümeyi etkilemektedir.

Literatürde mali derinliğin büyümeyi olumlu yönde etkilediğini gösteren çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu alanda yapılan çalışmaların çoğu, çok ülkeli yatay kesit ve panel tekniklerini kullanan analizlerden oluşmaktadır (King ve Levine (1993), Rajan ve Zingales (1998), Levine ve Zervos (1998), Beck ve diğerleri (2001)). Elde edilen bulgular, ülkelerin veya şirketlerin bulundukları gelişmişlik düzeylerine denk düşen bir mali yapıya sahip oldukları yönündedir. Bu çalışmalar, ülkelerin, sanayilerin ya da firmaların daha hızlı büyümesi, yeni firmaların kurulması ve firmaların dış finansman imkanlarına daha kolay ulaşmaları, mali sistemin bankacılığa ya da piyasaya dayalı olmasından bağımsız olduğunu göstermiştir. Ayrıca, mali gelişmişlik, özel olarak da bankacılık sisteminden sağlanan finansman ile büyüme arasındaki ilişkinin ekonomik gelişmenin erken aşamalarındaki ülkelerde daha güçlü olduğu ileri sürülmüştür. Mali gelişmişliğin, küçük firmaların büyüme kısıtlarını ortadan kaldırdığı ve böylece küçük firmalara bağımlı sanayilerin büyümesi üzerinde daha fazla etkili olduğu görüşü de yapılan ampirik çalışmalar tarafından desteklenmiştir.

Mali sistemin büyüme üzerindeki uzun ve kısa dönem ilişkilerini irdeleyen Loayza ve Ranciere (2005) uzun dönemde mali sistemin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini vurgulamışlar ancak özellikle mali sistemi kırılgan bankacılık ve mali krizlere açık ekonomilerde, mali aracılık faaliyetlerinin büyüme üzerinde olumsuz etkisi olabileceği sonucuna varmışlardır. Bu çerçevede, etkin ve istikrarlı çalışan mali piyasaların ekonomik büyümeyi desteklediği, gelişmemiş ve etkin işlemeyen mali sistemlerin ise ekonomik büyümede istikrarsızlık yarattığı vurgulanmıştır.

Bu çalışmanın ikinci bölümünde mali gelişme, firmaların mali yapısı ve büyüme ilişkisi ile ilgili bir literatür taraması verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, firmaların mali yapıları ve ticari borçların önemi firma grupları çerçevesinde tartışılmıştır. Ayrıca, küçük ve orta büyüklükteki firmaların (KOBİ) ekonomi içindeki yerleri, mali yapıları ve sorunları çeşitli ülkelerden örnekler verilerek irdelenmiştir. Bu çerçevede, KOBİ'lerin istihdam yaratma ve yenileşme yeteneklerini geliştirmeye fırsat veren alternatif finansman yöntemlerinden risk sermayesi kısaca tartışılmış ve Basel II'nin bu firmaların finansmanı konusundaki muhtemel etkileri özetlenmiştir. Firma verileri ile ilgili ayrıntılar ve çalışmada kullanılan ampirik yöntem dördüncü bölümde tanıtılmıştır. Aynı bölümde, firmaların satış büyümeleri panel veri yöntemleri kullanılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Mali gelişmişlik ve mali yapının firmaların büyümesine etkileri çeşitli firma grupları dikkate alınarak (büyüklük, yaş, sektör ve diğer) imalat sanayii ve hizmetler sektörleri firmaları için ayrı ayrı tartışılmıştır. Bu bölümde, Türkiye'de firmaların finansmanı ve büyümeleri açısından önemli bir kalem olan ticari borçları belirleyen faktörler ampirik olarak ayrıca analiz edilmiştir. Son bölümde, elde edilen sonuçlar özetlenmiş ve bu çerçevede firmaların mali yapısının büyümeye daha fazla katkıda bulunması yönünde politika önerileri tartışılmıştır.

B Ö L Ü M

MALİ GELİŞME,
MALİ YAPI ve BÜYÜME:
TEORİK ve AMPİRİK LİTERATÜR

II. MALİ GELİŞME, MALİ YAPI VE BÜYÜME: TEORİK VE AMPİRİK LİTERATÜR

II.1 Mali Gelişme ve Büyüme İlişkisi

Mali gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1970'lerden günümüze değin geniş bir şekilde çalışılmış ve genellikle aralarında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu destekleyen sonuçlar ağırlıkta olmuştur.¹ Bu bölümde amaç geniş bir literatür taraması sunmaktan ziyade, Türkiye için yapılacak ampirik sınama için bir alt yapı oluşturacak bilgileri derlemektir.

Mali derinliğin ve mali yapının ekonomik büyümeyi hızlandırıldığını, Schumpeter geçen yüzyılın başında dile getirmiştir. Schumpeter, mali aracı kurumların sağladığı, tasarrufları harekete geçirme, proje değerlendirme, risk yönetimi, işletme yöneticilerinin izlenmesi gibi hizmetlerin, teknolojik yenilikler ve ekonomik kalkınma için önemli olduğunu ileri sürmüştür. Bu çerçevede, bankacılık sisteminin ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu vurgulanmış, üretimin gerçekleşmesi için kredinin gerekli olduğu ve borçlanmanın girişimciliği geliştirdiği savı desteklenmiştir. Yeterli sermayesi olmayan ancak girişimci yanı gelişmiş firmalara kaynak bankacılık sisteminden sağlanmakta ve böylece üretim faaliyetinin sürdürülebilirliği sağlanmaktadır.

Son dönemlerde literatürde büyüme-finance ilişkisi, mali gelişmenin, mali sistemin etkinliği, sermaye verimliliği ve tasarruf oranı yoluyla büyüme üzerindeki etkilerine vurgu yapan içsel büyüme modelleri çerçevesinde ele alınmaktadır. Buna göre, kurumların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine dikkat çekilmekte ve büyüme genellikle aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Pagano, 1993).

$$g = A\phi s - \delta \quad (1)$$

Burada g uzun dönem büyüme oranını, A sermayenin üretkenliğini, ϕ mali sistemin etkinliğini, s tasarruf oranını ve δ amortisman oranını göstermektedir. Böylelikle model, bir ülkenin büyümesinin, kullanılan sermayenin üretkenliğine, tasarruf oranına ve mali sistemin etkinliğine bağlı olduğunu ileri sürmektedir.

(1) Mali gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiyi konu alan teorik ve ampirik çalışmalarla ilgili geniş bir literatür araştırması Tsuru (2000), Driffill (2003) ve Levine (2004)'de yer almaktadır.

Bu çerçevede, mali araçlar, piyasalar ve aracı kurumlardan oluşan mali sistemler çeşitli kanallardan tasarruf oranlarını, yatırım kararlarını, teknolojik yenilikleri ve böylece uzun dönem ekonomik büyüme oranlarını etkilemektedir. Levine (2004), mali sistemlerin, olası yatırım olanakları ile ilgili bilgi üretme ve sermayenin tahsisini etkin olarak sağlama, yatırımları izleme ve firma yönetimini etkinleştirme, risk yönetimine imkan verme, tasarrufları harekete geçirme ve birleştirme ile ticareti kolaylaştırma gibi fonksiyonları olduğunu vurgulamakta ve mali gelişmenin, bu fonksiyonların en iyi şekilde yerine getirilmesi durumunda gerçekleşeceğini ileri sürmektedir.

Gelişmiş bir mali sistem, ekonomideki fonları daha üretken yatırımlara yönlendirmeyi sağlayarak sermayenin üretkenliğini artırmaktadır. Yatırım kararı vermeden önce firmalar ve yatırıma kaynak sağlayacak tasarruf sahipleri için yatırım yapılacak alanın karlılığı ve piyasa koşulları ile ilgili bilgi edinmenin maliyeti yüksektir. Mali araçlar bilgi edinme ve bunu kullanılabilir hale getirme maliyetini düşürerek, sermayenin en etkin kullanılabileceği alanlara akışını sağlayarak kaynakların tahsisini iyileştirebilmekte diğer yandan da girişimcilere yeni mal ve üretim süreçlerinin başlatılması aşamasında başarılı olma olasılığı en yüksek alanları göstererek teknolojik yenilikleri de desteklemekte ve böylece ekonomik büyümeyi hızlandırabilmektedir. Ayrıca, bireysel tasarrufları etkin bir şekilde toplayabilen mali sistemler, tasarruf oranını artırarak, yatırımların bölünmezliği gibi sorunları da aşarak kalkınmayı derinden etkileyebilmektedirler.

Firmaya sermaye sağlayan tasarruf sahiplerinin firmanın bu sermayeyi nasıl kullandığını izleyebilmeleri, firma yöneticilerini ahlaki çöküş (moral hazard) davranışından alıkoyarak kaynak tahsisinde etkinliğin artırılmasına imkan vermektedir. Tasarruf sahiplerine bu olanağı sağlayan etkin çalışan bir mali aracılık sisteminin (bankacılık, risk sermayesi ve diğer) varlığı, aynı zamanda, tasarruf sahiplerinin üretim ve yenilikleri finanse etmede daha istekli olmalarını sağlar. Dolayısıyla, asimetric bilgi varsayımı altında, bilgi edinme ve izleme maliyetlerini düşürerek, mali araçlar, bir yandan firma yönetimini güçlendirirken, diğer yandan kredi kısıtlamasını azaltarak verimliliği, sermaye birikimini ve büyümeyi artırmış olmaktadır.

Ayrıca, mali sistemler girişimcilerin ürettiği projeleri incelemek, risklerini ve getirilerini değerlendirmek yoluyla kaynakların riskli ve getirisi yüksek olan alanlarda kullanılmasını sağlar. Aracı kurumlar proje risklerini dikkate alan bilgileri kullanarak optimum bir proje portföyü oluştururlar ve böylelikle yüksek getirili projelere ait yüksek risklerin sistem tarafından paylaşılmasına olanak sağlarlar. Mali sistemin

riski (yer ve dönemler arasında) dağıtabilmesi / eritebilmesi etkin kaynak tahsisine katkıda bulunmakta ve uzun dönem büyümeyi hızlandırmaktadır. Diğer yandan, aracı kurumlar mali varlıkların ya da yükümlülüklerin vade yapısını ayarlamak suretiyle yatırımcılara ve tüketicilere likidite sağlamak ve bu yolla kaynak dağılımında etkinliği artıran bir rol üstlenmektedirler. Mali varlık çeşitliği yatırımcı firmaların portföylerini çeşitlendirme yoluyla daha fazla uzmanlaşmalarına neden olmakta ve sermayenin verimliliğini artırmaktadır.

Öte yandan, mali sistemin büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin görüldüğü durumlar da söz konusu olabilmektedir. Mali kurumlar hane halkları tasarruflarını yatırımlara aktarma işlevlerinden dolayı bu kaynakların bir kısmını kullanmaktadırlar. Mali sistemin verimli ve etkin çalışması kaynakların yatırımcıya maliyeti ile tasarruf sahibinin getirisi arasındaki marjın asgari düzeyde olmasına bağlıdır. Bu marjın çeşitli sebeplerden dolayı (tekelci yapı, düzenlemelerdeki yetersizlikler ve kurumsal eksiklikler) yüksek olması ve mali sistemin faaliyetlerinden elde ettiği kaynakları üretken yatırımlara aktaramaması durumunda mali sistemin ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemesi de söz konusu olabilir. Ayrıca, gelişmiş bir mali sistemin, ihtiyat güdüsü ile yapılan tasarrufları kısmak yoluyla ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemesi de beklenebilir.

Kuşkusuz, mali gelişmenin ekonomik büyümeyi etkileme mekanizması, aynı zamanda, ülkelerin ekonomik, sosyal ve hukuki gelişmişlik düzeylerinden ve üretim sektörünün kompozisyonundan bağımsız olarak düşünülemez. Mali gelişme ve büyüme ilişkisini inceleyen ampirik çalışmalar, bir yandan bu tür farklılıkları dikkate alarak diğer yandan da mali gelişmenin tanımı, nedensellik ilişkisinin yönü, etki kanalının belirsizliği ya da teste dahil edilmeyen kurumsal ve hukuki faktörlerin varlığı gibi sorunları gidermeye yönelik çabalarla literatürü giderek zenginleştirirken, nihai olarak mali gelişme ve büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişkiyi büyük ölçüde teyit etmektedir.²

Bu konuda önemli çalışmalardan birisi King ve Levine (1993) tarafından yapılmıştır. Çok ülkeli analizlerinde, farklı göstergelerle ölçtükleri mali gelişmişlik düzeyi ile büyüme arasında güçlü bir ilişki bulmuşlar ve mali gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiğini ileri sürmüşlerdir. Becsi ve Wang (1997) mali aracılık faaliyetlerinin büyüme üzerindeki farklılaşan etkisini vurgulamış ve bu farklılaşmanın

(2) Literatürdeki katsayı tahminlerinden örnekler Ek'te Tablo A1'de verilmiştir.

mali sistemlerin işleyişinden kaynakladığını belirtmişlerdir. Mali sistem söz konusu olduğunda bankacılık akla gelmekle beraber, mali derinliğe sahip gelişmiş ülkelerde, bankaların yanında, hisse senedi ve borç senedi piyasaları da finansman kaynakları açısından oldukça önemlidir. Levine ve Carkovic (2002) gelişmiş bankacılık sektörünün ve likit senet piyasalarının büyüme üzerindeki olumlu etkisini göstermiş ve her iki sektörün büyüme üzerindeki olumlu etkisinin birbirinden bağımsız olduğunu belirtmiştir. Levine ve Zervos (1998), farklı mali piyasaların rollerini de dikkate almış, hisse senetleri piyasası ve bankacılık sektöründeki gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Hisse senetleri piyasası likiditesinin ve bankacılık gelişmelerinin ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışlarını öngörmeye etkili olduğu sonucuna varıldıktan sonra mali gelişme ve büyüme arasındaki aynı yönlü güçlü ilişkiyi teyit etmişler ve mali unsurları büyüme sürecinin ayrılmaz bir parçası olarak addetmişlerdir. Benzer şekilde, Claessens ve Laeven (2005) dış finansmana bağımlı sanayilerin, bankacılık sektörünün rekabetçi olduğu piyasalarda daha hızlı büyüdüğü ve ekonomik büyümeye destek verdiği sonucuna varmışlardır.

Rajan ve Zingales (1998) çok ülkeli analize birden fazla sanayi dalını katarak yöntemsel bir gelişmeye de öncülük etmiş, ülke içinde sanayi dalı bazında dış finansman kaynaklarına bağımlılık dikkate alınarak mali gelişmişliğin ülkelerin büyümesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Düşük maliyetli dış finansmanın şirketlerin büyümesine ve yenilerinin kurulmasına olanak tanıyacağı, dolayısıyla, yoğun olarak dış finansmanı kullanan sanayilerin, kullanmayanlara oranla mali gelişmeden daha fazla fayda göreceklarını ileri sürmüşlerdir. Bu çerçevede, doğal olarak 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 varmışlardır.

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998), firma düzeyinde veri kullanarak, hukuki ve mali sistemler arasındaki farklılıkların, firmaların büyümelerini finanse etmede kullanılan dış finansman yapısını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Özellikle, firmanın büyümesinde, uzun dönemli borçlanma ve yeni hisse senedi ihraç etmenin rolü üzerinde yoğunlaşmışlardır. Hukuki sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde uzun vadeli finansmanın daha çok kullanıldığı ve bankacılık sektörü gelişmelerinin ve büyüklüğünden bağımsız olarak aktif bir hisse senetleri piyasasının varlığının, firmaların büyümesine olanak tanıdığı sonucuna varmışlardır. Benzer bir sonuç,

OECD ülkeleri için yapılan Leahy ve diğerleri (2001) çalışmasında da elde edilmiştir; mali sistemi düzenleyen yasal ve idari çerçevenin, özellikle şeffaflık ve sözleşmelerin icra şartlarının yenilikçi yatırımları ve piyasaya yeni firma girişini destekleyecek nitelikte olması mali gelişmeyi ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Mali sistemin bankacılığa ya da piyasaya dayalı bir yapı göstermesinin ekonomik gelişme üzerindeki etkisini inceleyen Beck ve diğerleri (2001), ülke, sanayi ve firma düzeyinde yaptıkları farklı analizlerde birbiriyle uyumlu sonuçlara varmışlardır. Buna göre, ülkelerin, sanayilerin ya da firmaların daha hızlı büyümesi, yeni firmaların kurulması ve firmaların dış finansman imkanlarına daha kolay ulaşmaları, mali sistemin bankacılığa ya da piyasaya dayalı olmasından bağımsızdır. Tüm bunların, bir bütün olarak mali gelişmişliğe ve yatırımcı haklarını etkin bir şekilde koruyan hukuki sistemin varlığına daha fazla bağımlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ve Levine (2004), Rajan ve Zingales (1998) çalışmasından yola çıkarak, mali gelişme ve büyüme arasındaki bağlantıyı sağlayan mekanizmaya ışık tutmaya 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 irdemişlerdir. Mali gelişmenin, küçük firmaların büyüme kısıtlarını ortadan kaldırdığı ve böylece küçük firmalara bağımlı sanayilerin büyümesi üzerinde daha fazla etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Öte yandan Beck ve diğerleri (2003), ekonomik yapıdaki küçük ve orta ölçekteki firmaların göreceli büyüklüğü ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulmakla birlikte, bu firmaların varlığının büyümeye neden olduğunu teyit edememişlerdir. Yine Rajan ve Zingales (1998)'de kullanılan veri seti ve yöntemden yola çıkarak, Manning (2003) mali gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin, ekonomik gelişmişliğin farklı aşamalarındaki ülkelerde aynı olup olmadığını test etmişlerdir. Bu yolla, analizlerde farklı sanayileşme düzeyindeki ülkelerin aynı havuzda birleştirilmelerinin doğruluğunu sorgulamışlardır. Sonuç olarak, mali gelişme, özel olarak da bankacılık sisteminden sağlanan finansman ve büyüme arasındaki ilişkinin ekonomik gelişmenin erken aşamalarındaki ülkelerde daha güçlü olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, bazı mali gelişmişlik göstergeleri söz konusu olduğunda, tahmin sonuçlarının özellikle Doğu Asya ülkelerindeki gelişmelerden etkilendiği vurgulanmıştır. Bununla ilgili olarak, Corielli ve Masten (2004) geçiş sürecindeki ülkelerde, etkin çalışan gelişmiş bir mali sistemin büyüme üzerindeki olumlu etkisi yanında üretimdeki istikrarsızlığı azalttığını göstermişlerdir.

II.2 Firmaların Mali Yapısı ve Büyüme İlişkisi

Firmaların harcamalarını nasıl finanse ettikleri dışsal şoklar karşısındaki dayanıklılıklarını ve nihai olarak ülke ekonomisinin büyüme patikasını belirlemesi açısından büyük önem taşımaktadır. Ağırlıklı olarak banka finansmanına dayalı Almanya ve Japonya gibi ekonomilerin son yıllarda ortaya çıkan olumsuz dışsal şoklara karşı daha duyarlı olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, İngiltere, ABD gibi ekonomilerde üretici küçük ve orta ölçekli işletmelerin varlığı ve ağırlıklı olarak borsa, tahvil, risk sermayesi, finansal kiralama, faktöring gibi kanallardan finansman sağlamaları bu ekonomileri daha dayanıklı bir konuma taşımıştır. Bu yapıdaki ekonomiler, küreselleşmenin getirdiği değişim ve şoklara karşı daha etkili direnç göstermiş ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin istihdam yaratıcı potansiyelini etkili olarak kullanmışlardır.

İngiltere’de 1990’lı yıllarda yaşanan istihdam büyümesinde, orta ve küçük ölçekli firmaların finansman şeklinin etkili olduğu düşünülmektedir. İngiltere’de 1990’lı yılların hemen başında derin bir ekonomik daralma yaşanmış ve ağırlıklı olarak banka finansmanına bağımlı olan küçük ve orta ölçekli işletmeler bu dönemde kaynak bulma sorununu derin bir şekilde hissetmişler ve bu kesimde önemli boyutlarda şirket kapanması yaşanmıştır. Daralmanın ardından ortaya çıkan ekonomik canlanma döneminde küçük ve orta ölçekli işletmeler geçmişteki deneyimlerinden ders çıkartarak banka dışı kaynaklara yönelmişlerdir. Bu eğilim firmaların risk sermayesinin bir finansman yöntemi olarak benimsemelerine katkı sağlamıştır (Mizen ve Yalçın, 2003). Bu değişiklik İngiltere ekonomisindeki dinamizmin başlıca nedeni olarak ortaya çıkmış ve doğal işsizlik oranı, sanayi ve madencilik sektörünün önemli ölçüde tasfiye edilmesine rağmen düşmüştür.

Firmaların kullanabilecekleri mali kaynaklar en genel haliyle iki grupta toplanmaktadır: İç kaynaklar ve dış kaynaklar. İç kaynaklar, firmanın faaliyetlerinden elde edilen ve hissedarlara dağıtılmayan kar ya da kazancı ifade ederken, dış kaynaklar hisse senedi ihracı ve çeşitli şekillerde borçlanmayı ifade etmektedir. Modigliani ve Miller (1958), mükemmel işleyen sermaye piyasaları varsayımı altında, firmaların mali kaynakları arasında tam ikame olmasından dolayı firmanın iç kaynaklarını kullanma ile dış kaynaklar arasında kayıtsız kaldığını ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, firmaların yatırım davranışlarının finansman kaynağından (iç veya dış) bağımsız olduğu görüşünü geleneksel iktisat yaklaşımıyla tutarlı olarak savunmuşlardır. Buna karşılık, gerçekte asimetrik bilgi ve temsilci maliyeti gibi sorunların varlığının iç

ve dış finansman arasında maliyet farkı yarattığı ve firmaların mali yapısındaki değişimin yatırım kararları üzerinde etkili olduğu ileri sürülmektedir.

Myers ve Majluf (1984)'ün 'pecking order' olarak bilinen teorisine göre, projelerin ayrıntılarıyla ilgili bilginin borç vericisi ve alıcısına asimetric olarak ulaşması nedeniyle, elde edilecek dış kaynağın maliyeti, firmanın iç kaynaklarını kullanmasının alternatif maliyetine göre daha yüksektir. Başka bir deyişle, dışardan elde edilen kaynaklar iç kaynaklara oranla daha pahalı olmaktadır. Dolayısıyla firmaların önce içsel kaynaklara dayanması gerektiği, dışsal kaynak gerektiği durumlarda ise öncelikle borçlanma yolunu seçmeleri gerektiği belirtilmektedir. Dış kaynak maliyeti ile iç kaynak kullanmanın alternatif maliyeti arasındaki marjın büyüklüğünün firmaların özelliklerine bağlı olarak değiştiği literatürde geniş olarak tartışılmıştır. Sermaye açısından zengin itibarlı bir firmanın dışardan borçlanmasının maliyeti sermaye açısından fakir, itibar kazanmamış bir firmaya göre daha düşüktür. Buna göre, yeni kurulmuş firmaların, henüz kendileri ile ilgili yeterli bilgi olmadığı için, finansman konusunda genellikle içsel kaynaklara dayanması, zaman geçtikçe ve belli bir büyüme gösterdikçe, öncelikle kısa vadeli olmak üzere, borçlanma ile finansman imkanına kavuşmaları gözlenebilir. Bu noktada, firmaların mali yapılarının değişmesine neden olabilecek dışsal şoklar firmaların reel faaliyetlerini homojen olmayan bir biçimde etkileyerek ekonomideki servet dağılımını değiştirdiği de vurgulanmaktadır (Kiyotaki ve Moore, 1997; Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1996, 1998). Dolayısıyla, kaynakları etkin olarak tahsis eden bir mali sistemin varlığının, ekonominin büyümesini olumlu yönde etkilemesi beklenebilir.

Firmaların mali yapısı üzerinde etkili olan, borçlanmanın faydası ve maliyeti arasındaki 'ödünleşim' de sıklıkla vurgulanmaktadır. Buna göre, firma borçlanma yolunu seçtiğinde, vergi indirim avantajından yararlanabilirken temsilci problemini de azaltabilmektedir. Öte yandan, firma, fazla borçlanmanın yaratacağı iflas riskinin maliyetine katlanmak zorunda kalmaktadır. Dolayısıyla, güçlü bir performans sergileyen, karlılığı yüksek, büyük firmaların borçlanma yoluyla finansmanı tercih edeceği öngörülmektedir.

Firmaların içinde faaliyet gösterdikleri ülkenin makroekonomik yapısı ve mali sisteminin özellikleri de firmaların mali yapıları üzerinde etkili olmaktadır. Bu konu, temelde ülkenin gelişmişlik düzeyi ile ilişkilidir. Buna göre gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki temel farklar, firmaların finansman seçeneklerini de etkilemektedir. Bu farklar kısaca şu şekilde özetlenebilir: Gelişmekte olan eko-

nomilerde mali piyasaların tam olarak gelişmemiş olması ve bu ekonomilerin tarihsel olarak istikrarsız yapısı ve yasal düzenlemelerinin yetersiz olması nedeniyle yatırımcıların risk algılamaları da genellikle yüksektir. Ayrıca, firmalar genellikle "aile şirketi" niteliğindedir; sahiplik fazla bölünmüş değildir ve aile, şirket üzerindeki kontrolünü kaybetmek istememektedir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerde daha çok iç kaynaklarla finansmanın yaygın olması beklenmektedir. Az gelişmiş mali sistemlerde, yenilikçi fikirlere sahip olup da sermaye ve dış kaynak imkanları açısından yetersiz olan girişimcilerin yatırım ve üretim faaliyetlerinde bulunmaları mümkün olmamaktadır.

Literatürde, firmaların mali yapısını etkileyen kurumsal faktörler de geniş olarak ele alınmıştır. Kurumsal faktörlerin ilk ayağı, vergi sistemi (faiz ve temettü ödemelerinden vergi indirimi yapıp yapılmadığı), hissedar ve diğer fon sağlayıcıların haklarının korunmasına ilişkin düzenlemeler, iflas ve kontrat yürütme şartları ve maliyetleri, şeffaflık, firmaların sahiplik ve yönetim yapısı gibi daha çok hukuki alanları kapsamaktadır. Mali sistemle ilgili hukuki çerçevenin güçlü ve güvenilir bir yapıya sahip olduğu ülkelerde uzun vadeli dış kaynaklarla finansmanın daha fazla olması beklenebilir. İkinci ayağı ise mali sistemin banka-merkezli ya da piyasa-merkezli olarak işleyişiyle ilişkilidir. Banka-merkezli mali sistemlerde (örneğin Almanya ve Japonya), bankalar, tasarrufların harekete geçirilmesinde, sermayenin tahsisinde, yatırım kararlarının izlenmesinde ve risk yönetiminde anahtar rolü üstlenmektedirler. Piyasa-merkezli mali sistemlerde (örneğin İngiltere ve ABD) ise, menkul kıymet piyasaları tasarrufların firmalara ulaştırılması, firmaların kontrolü ve risk yönetiminin kolaylaştırılması fonksiyonlarını yerine getirmede bankacılık sistemi ile aynı derecede öneme sahiptir.³ Mali sistemin bu iki yapıdan birini ya da karışımını göstermesinin firmaların mali yapıları yanında sahiplik ve yönetim yapıları üzerinde de belirleyici olduğu ileri sürülmektedir.

Bu konuda, ampirik çalışmalar arasında, Agarwal ve Mohtadi (2004), gelişmekte olan ülkelerde, hisse senetleri piyasası gelişmişliğinin, özellikle kısa dönemde, hisse senedi yoluyla finansmanı artırırken, bankacılık kesimindeki gelişmelerin borçla finansmanı artırdığını bulmuşlardır. Ayrıca, küreselleşen sermaye hareketlerinin etkisine bakarak, doğrudan yabancı yatırımların kısa dönemde borçlanma oranını düşürdüğünü ancak uzun dönemde etkili olmadığını ileri sürmüşlerdir. Demir-

(3) Demirgüç-Kunt ve Levine (2001)

güç-Kunt ve Maksimovic (1998), hukuki sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde uzun vadeli finansmanın daha çok kullanıldığı sonucuna varmışlardır.

Glen ve Singh (2003), yükselen piyasalardaki firmaların daha çok küçük işletmelerden oluştuğunu ve bunların düşük borç oranlarına sahip olduklarını, daha çok hisse senedi ihracı yoluyla finansmana dayandıklarını belirtmektedir. Gelişmiş ekonomiler ise borçlanma araçlarını daha yaygın olarak kullanmaktadırlar. Gibson (2002), küçük işletmelerin mali yapısı ile faaliyette bulunulan sektör, karlılık, varlık yapısı, yaş ve büyüklük arasında sıkı, firmanın büyüme oranı ve mutlak kar düzeyi arasında zayıf bir ilişki bulmuştur. Beck, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (2004), firma büyüklüğü, mali gelişme ve mülkiyet haklarının korunmasının firmalar arasındaki mali yapı farklılıklarını açıklamakta önemli olduğunu ileri sürmüşlerdir. Buna göre, bu çalışmada kullanılan ülkeler dikkate alındığında küçük firmaların dış kaynakları daha az kullandıkları görülmüştür. Mali ve kurumsal gelişmenin daha iyi olduğu ülkelerde, genel olarak firmaların dış kaynaklara daha fazla dayandığı sonucuna varılmıştır. Klapper ve diğerleri (2002), Doğu Avrupa ülkeleri için, küçük firmaların finansmanı ile ilgili genel kanının aksine bulgular elde etmiştir. Bu ülkelerde, küçük firmalar görece olarak genç, yüksek borçluluk oranına sahip, karlılığı yüksek, finansman imkanlarına ulaşabilir ve hızlı büyüyen bir özellik göstermektedirler. Uzun ve kısa vadeli borç oranı ile firmanın nitelikleri arasındaki ilişki test edildiğinde ise, genç firmaların daha çok borçlanabildikleri ancak uzun dönemli mali kaynak bulmada zorlandıkları, büyük firmaların uzun dönemli mali kaynaklardan daha fazla yararlanabildikleri görülmüştür. Domowitz ve diğerleri (2001), makroekonomik istikrar ile finansman seçenekleri arasında yüksek bir korelasyon bulmuş, kurumsal faktörlerin finansman kararları üzerinde etkili olduğunu ileri sürmüştür.

Son olarak, küreselleşme ve ülkelerin giderek artan mali entegrasyonunun, firmaların mali yapısı üzerinde etkili olduğu da vurgulanmalıdır. Schmulker ve Vespironi (2001), Doğu Asya ve Latin Amerika ülkelerindeki firma verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, mali liberalizasyondan sonra borçlanma oranında bir artış olmadığı ve borçlanma vadelerinin kısaldığı sonucuna varmışlardır. Öte yandan, yükselen piyasalar arasında, mali piyasaları daha gelişmiş ülkelerin mali liberalizasyonun bu etkilerine daha az maruz kaldıklarını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca, uluslararası mali piyasalara girebilen firmaların finansman seçenekleri ve borçlanma vadelerinin uzadığı görülmüş, ve liberalizasyonun etkilerinin ülkeler arasında eşit bir şekilde dağılmadığı sonucuna varmışlardır. Galindo ve Schiantarelli (2002), Latin Amerika

lkelerinde, bankacılık sektörü dışındaki finansman olanaklarına sahip firmaların kriz dönemlerinde daha az zarar gördüklerini ileri sürmüşlerdir. Asya lkelerinden Tayvan'da ise biraz farklı ve ilginç bir durum tespit edilmiştir: Kriz ncesi ve kriz döneminde yerli bankalarla finansman ilişkisi içindeki firmaların büyüme performansları olumsuz giderken, yabancı bankalarla yakın çalışan firmaların büyüme performanslarının daha iyi olduğu gözlemlenmiştir.⁴

Mali sisteminde önemli gelişmeler gösteren şili üzerine yapılan çalışmada, Gallego ve Loayza (2001), makro ve mikro düzeyde, firmaların mali yapısının nasıl değiştiği ve mali 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 büyümeleri de pozitif yönde etkilenmektedir.

(4) Bakınız Fok, Chang ve Lee (2004)

B Ö L Ü M

TÜRKİYE'DE FİRMALARIN MALİ YAPISI, MALİ GELİŞMİŞLİK, BÜYÜME

III. TÜRKİYE’DE FİRMALARIN MALİ YAPISI, MALİ GELİŞMİŞLİK, BÜYÜME

Türkiye’de mali sektör ve büyüme ilişkisinin ampirik olarak test edilmesine geçmeden önce, bu bölümde, 1995-2003 döneminde firmaların mali yapısı irdelenecektir. Sanayi ve hizmetler sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansman yapısı buradaki analizin odak noktasını oluşturacaktır. Ayrıca, Türkiye’de özellikle imalat sanayii istihdamında, küçük ve orta büyüklükteki firmaların önemli bir yer tutması nedeniyle, bu firmaların durumu da ayrıca ele alınacaktır.

III.1 Firmaların Mali Yapısı

TCMB Sektör Bilançolarından derlenen ve bilgilerini sürekli olarak rapor eden, farklı kriterlere göre sınıflandırılmış firmaların mali yapıları ile ilgili 1995-2003 dönemine ait ortalama değerlere bakıldığında, firmaların finansmanının yaklaşık yarısının kısa vadeli kaynaklardan sağlandığı, mali kaynaklarının kompozisyonunun ağırlıklı olarak, özkaynak ve ticari borçlardan oluştuğu göze çarpmaktadır. İmalat sanayine bakıldığında da, incelenen dönemde ortalama olarak yüksek büyüme performansı gösteren firmaların, ağırlıklı olarak özkaynak ve ticari borç, daha az oranda banka kredisi ve ortaklardan borç kullandıkları görülmektedir. Genç firmaların yaşlı firmalara oranla daha çok dış kaynak kullanabildikleri göze çarpmaktadır. Küçük firmalar daha az banka kredisi ve daha çok ticari borç kullanmışlardır. Büyük, yaşlı ve ihracat performansı yüksek firmalar, küçük, genç ve ihracat performansı düşüklere oranla daha fazla uzun vadeli kredi ve daha az ticari ve ortaklardan borç kullanmaktadırlar. İhracat performansı yüksek firmaların daha fazla banka kredisi ve daha az ticari borç kullanmaları dikkat çekicidir. Bilgi-teknoloji yoğun firmaların da genel yapı ile paralel olarak, kısa vadeli ticari borç ve özkaynaklar ağırlıklı bir finansman yapısına sahip oldukları görülmektedir (Tablo 1).^{5,6}

Firmaların mali yapısı ve bu yapının dönemsel olarak gelişimi, 2001 krizinin etkileri de dikkate alınarak incelendiğinde ise şu sonuçlara ulaşılmaktadır: 2001 krizi öncesi dönemde (1995-2000) banka kredilerinin payında yavaş da olsa bir büyüme olmuş ancak krizden sonra kısa vadeli banka kredilerinde hızlı bir düşüş gözlen-

(5) Tablo 1’nin bazı yıllara göre düzenlenmiş hali Ek’te Tablo A2’de verilmiştir

(6) Firma gruplarının tanımları ile ilgili ayrıntılar Tablo 1’in altında ve bölüm IV.1.i’ de verilmiştir.

miştir. 2001 yılında kısa vadeli borçların payında sınırlı bir düşüş yaşanırken, firmaların özkaynaklarında hızlı bir düşüş olmuştur. 2002-2003 döneminde, banka kredilerinin payındaki düşüş, özkaynakların ve uzun vadeli kredilerin payında, artışla dengelenmiştir. Bu sonuçlar, Türkiye’de kriz sonrasında uzun vadeli borçlanma eğilimini yansıtmakla birlikte dış kaynak (özkaynak) kullanımının da azaldığını (arttığını) göstermektedir (Grafik 1).

Tablo 1: 1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları ⁽¹⁾
(Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)

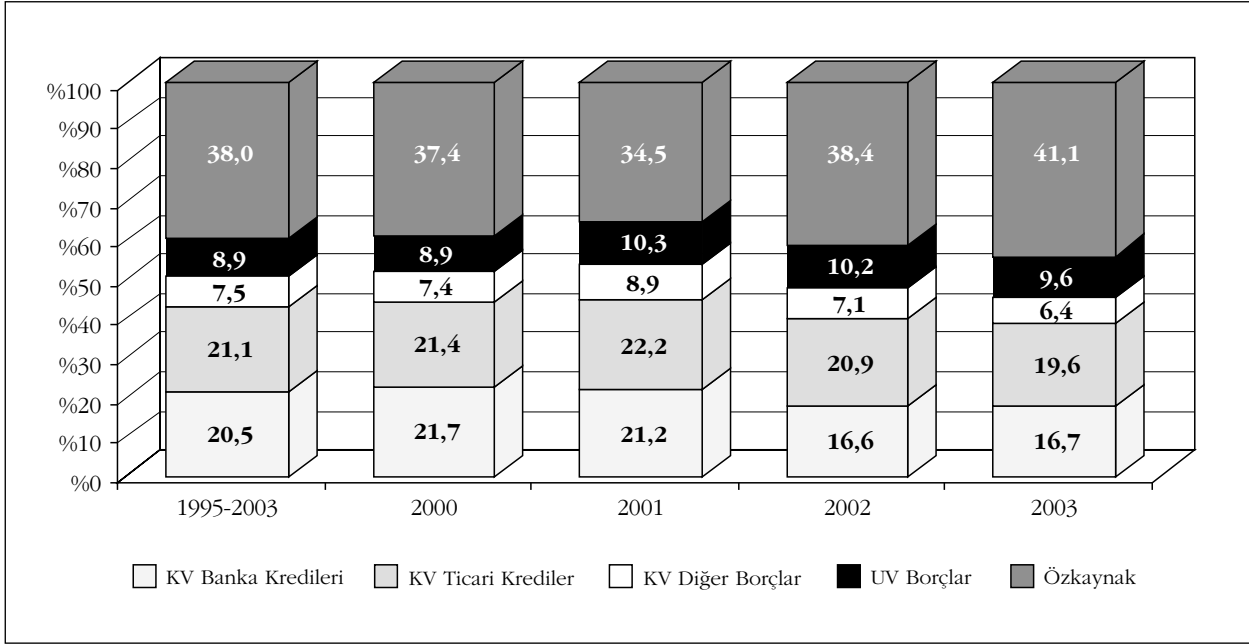
	Tüm Firmalar	İmalat Sanayii ⁽²⁾									
		Toplam İmalat	Hızlı Büyüyen Firmalar	Yavaş Büyüyen Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Genç Firmalar	Yaşlı Firmalar	İhracat Perform. Düşük Firmalar	İhracat Perform. Yüksek Firmalar	Bilgi Tekno. Yoğun Firmalar
Cari Yükümlülükler	55,92	53,11	52,32	53,89	55,42	49,69	57,72	50,41	53,7	56,96	51,95
Kısa Vadeli Krediler	18,74	20,71	19,98	21,45	17,92	22,13	22,13	19,9	11,98	28,1	16,56
Kısa Vadeli Banka Kredileri	18,46	20,47	19,74	21,22	17,74	21,81	21,96	19,63	11,73	27,91	16,28
Kısa Vadeli Ticari Krediler	22,36	21,11	21,94	20,3	24,05	17,46	24,07	19,38	25,45	19,44	20,36
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	8,99	7,47	6,13	8,76	13,87	3,66	10,17	6,02	14,4	5,11	7,12
Uzun Vadeli Borçlar	9,26	8,9	8,73	9,07	6,09	12,98	7,83	9,53	6,6	9,53	9,26
Özkaynak	34,81	37,98	38,96	37,04	38,49	37,33	34,45	40,06	39,7	33,5	38,79
Gözlem Sayısı	38 871	20 448	10 053	10 395	6 147	5 967	7 569	12 879	2 178	8 658	4 257

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları

(1) 1995-2003 döneminde bilgilerini sürekli bir şekilde rapor eden firmalara ait ortalama değerler.

(2) Firmalar 1995-2003 dönemi ortalama değerleri kullanılarak yüksek-düşük büyüme, küçük-büyük, genç-yaşlı, ihracatı performansı düşük-yüksek ve bilim ve teknoloji yoğun firmaları olarak ayrıştırılmıştır. Satışlarındaki ortalama büyümenin yüksek olduğu ilk yüzde 50’lik dilimdeki firmalar hızlı büyüyen, geri kalanı yavaş büyüyen, 50 kişiden az işçi çalıştıran firmalar küçük, 200 işçiden çok çalıştıran büyük, 18 yaşından düşük firmalar genç, bu yaştan büyük firmalar yaşlı, ihracat yapmayan firmalar ihracat performansı düşük, en yüksek ihracat payı olan yüzde 25’lik firma dilimi yüksek ve ihracat makine ve teçhizat; elektrikli ve optik aletler; elektrikli makineler ve aletler, radyo, televizyon, iletişim cihaz ve aletleri; tıbbi cihazlar, hassas ölçüm aletleri, optik gereçler ve saat; ulaşım araçları gibi sektörlerde faaliyet gösteren firmalar bilim ve teknoloji yoğun olarak sınıflandırılmışlardır.

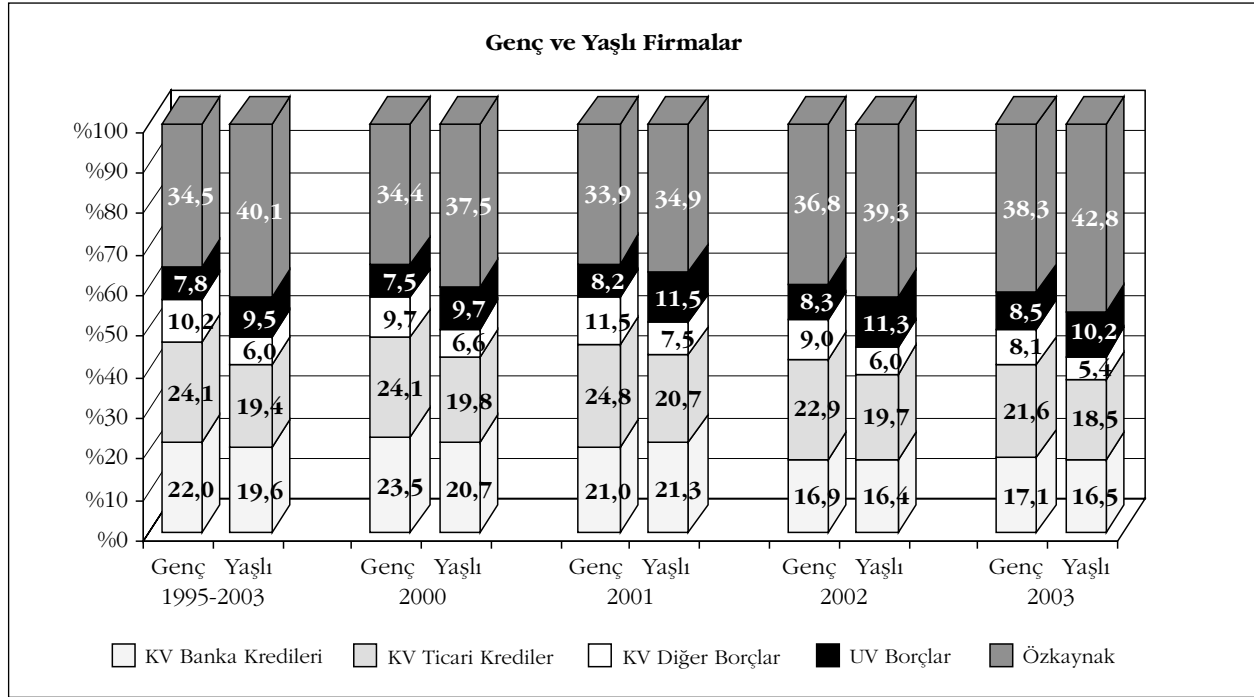
Grafik 1: Firmaların Mali Yapısı: İmalat Sanayii



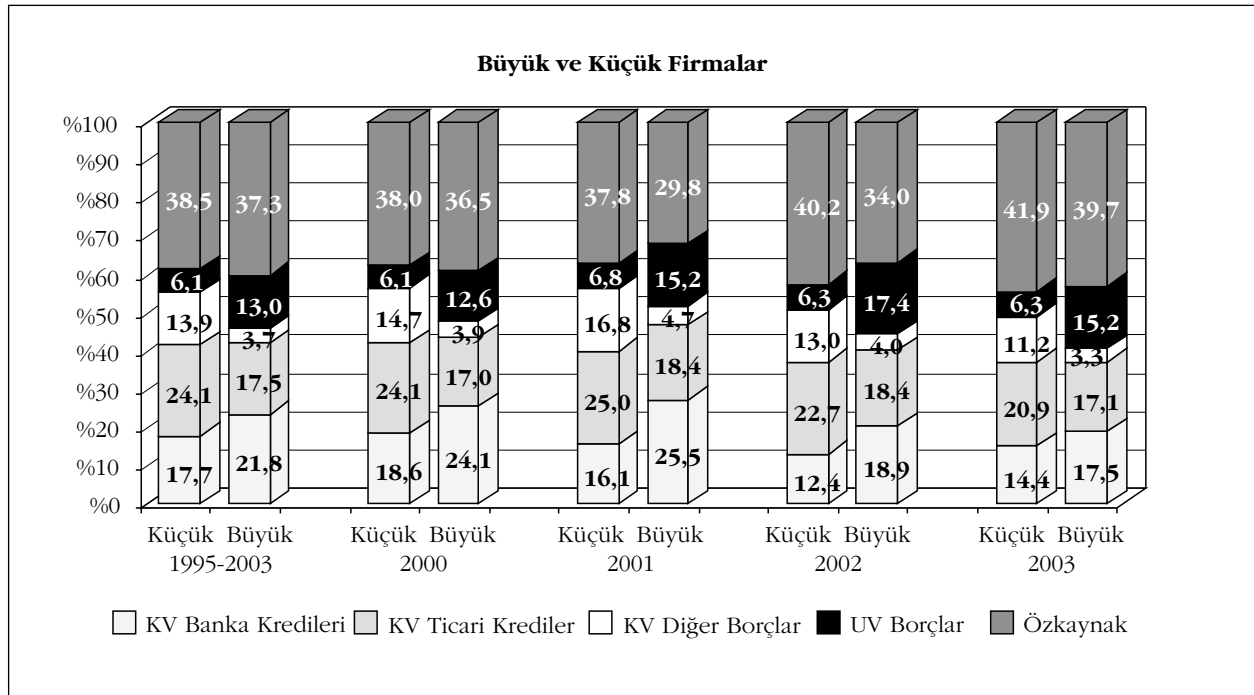
Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Firma mali yapılarına imalat sanayiinde faaliyet gösteren çeşitli firma grupları açısından bakıldığında ise şu sonuçlara ulaşılmaktadır: Kriz öncesi dönemde, özellikle yaşlı firmalar için daha belirgin olmak üzere özkaynak finansmanında düşüş görülürken, büyük ve ihracat performansı yüksek firmalarda daha belirgin olmak üzere, tüm firma gruplarının kısa vadeli banka kredilerinde artış eğilimi gözlenmiştir. Kriz yılı 2001'de ise, özellikle büyük, yaşlı ve yüksek ihracat performansına sahip firmaların uzun vadeli kredi paylarında bir yükselme gözlenmektedir. Öte yandan, küçük, genç ve ihracat performansı zayıf firmaların ortaklarına, iştirakçilerine ve diğer kesimlere olan borçlarında hızlı bir artış olmuştur. Bu gözlemler, mali olarak güçlü firmaların kriz dönemindeki kar kayıplarını uzun vadeli borçlanma yoluyla karşılayarak faaliyetlerine devam edebildiklerini, zayıf firmaların ise kriz dönemlerinde dayanıklılıklarını artırmak amacıyla ticari borç niteliğindeki kaynaklara yöneldiklerini ve krizi bu şekilde atlatmayı hedeflediklerini düşündürmektedir. Kriz sonrası dönemde, tüm firma gruplarının özkaynak finansmanında yükseliş ve kısa vadeli banka kredileri yoluyla finansmanında düşüş belirgin bir özellik olarak göze çarpmaktadır. Küçük, genç ve ihracat performansı düşük firma gruplarının kullandıkları ticari borç oranı düşme eğilimi göstermekle birlikte, görece önemini korumuştur. Büyük firmaların kriz sonrası dönemde de uzun vadeli kredi kullanımlarını artırabilmeleri de dikkat çekicidir (Grafik 2-6).

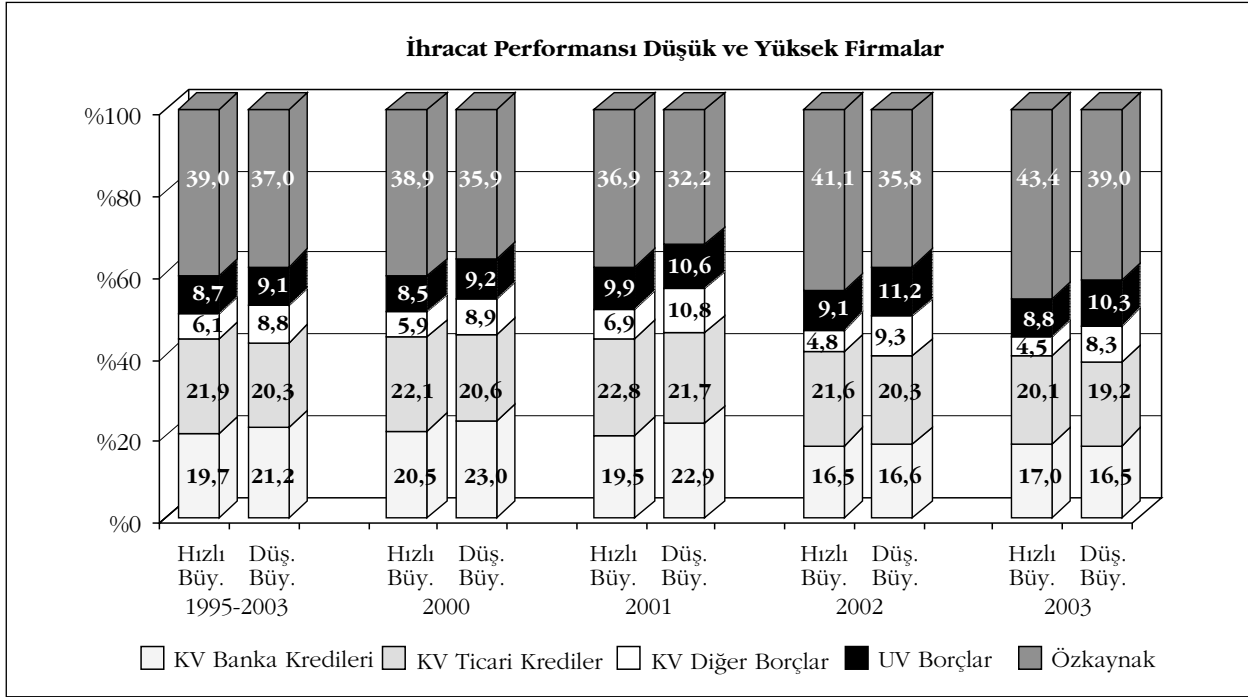
Grafik 2: Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii)



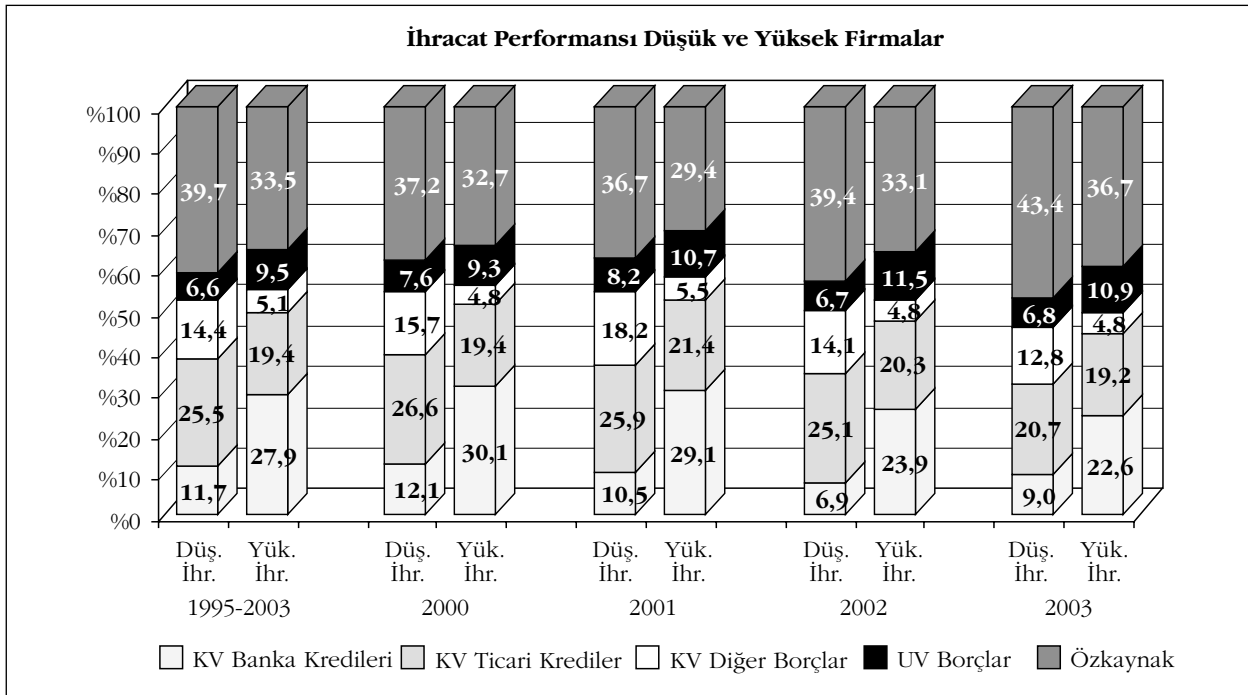
Grafik 3: Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii)



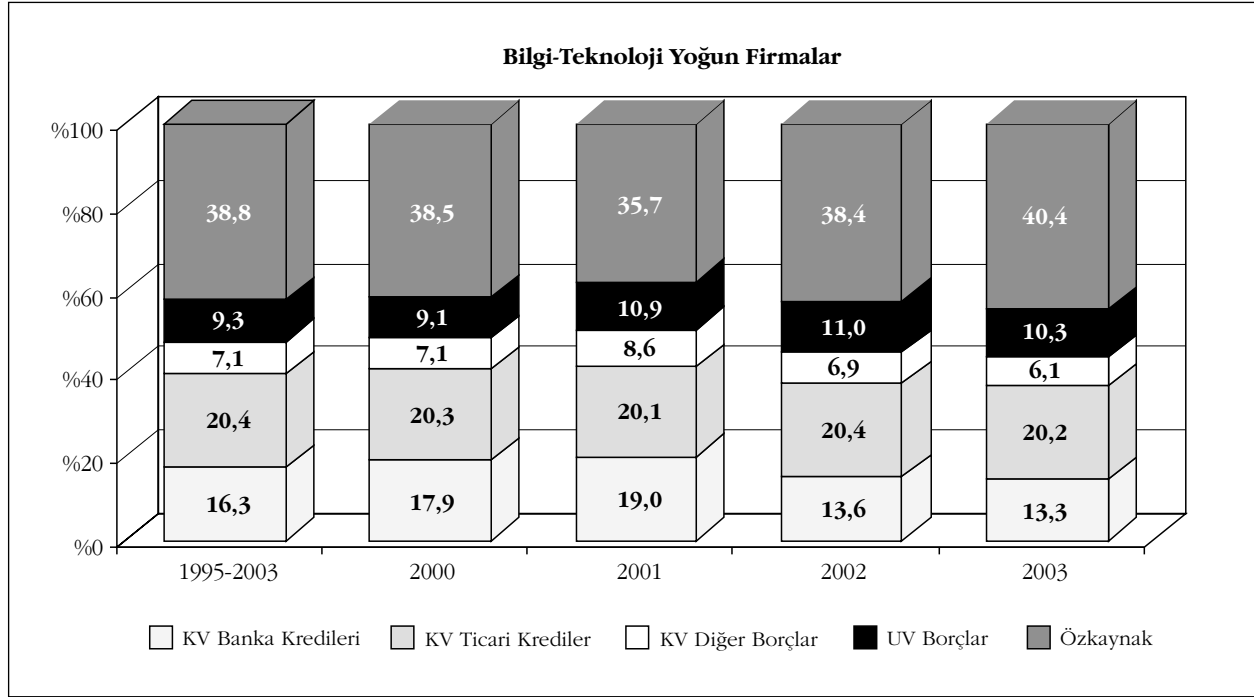
Grafik 4: Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii)



Grafik 5: Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii)



Grafik 6: Çeşitli Firma Gruplarının Finansman Yapısının Dönemsel Gelişimi (İmalat Sanayii)



Hizmetler sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansman yapılarına bakıldığında, imalat sanayiine benzer şekilde, ağırlıklı olarak kısa vadeli finansman kaynaklarının kullanıldığı görülmektedir. Özkaynakla finansmanın ve banka kredilerinin imalat sanayiinden daha düşük olması, bunun yerine kısa vadeli ticari borçlar ve ortaklardan borç şeklindeki finansmanın ağırlık kazanması dikkati çeken diğer unsurlardır. Firma grupları bazında bakıldığında imalat sanayiindeki firmalardan farklı olarak, yavaş büyüyen firmaların hızlı büyüyenlere göre daha fazla ticari borç kullandıkları, küçük firmaların kısa vadeli banka kredisi ve ticari borç kullanma oranının büyük firmalardan önemli derecede yüksek olduğu ve ihracat performansı yüksek firmaların düşüklere göre daha fazla ticari borç ve ortaklardan borç kullandıkları görülmektedir. Ancak, ihracat performansı yüksek firmaların, her dönemde diğer tüm firma gruplarına göre daha az oranda özkaynak, daha çok kısa vadeli banka kredisi kullanmaları dikkat çekicidir (Tablo 2).⁷

Hizmetler sektöründe finansman yapısının dönemsel gelişimine bakıldığında, ticari borçlardaki sınırlı düşüş dışında, imalat sanayii ile oldukça benzer bir sergile-

(7) Tablo 2'nin bazı yıllara göre düzenlenmiş hali Ek'te Tablo A3'de verilmiştir.

mektedir. Firma grupları bazında bakıldığında, büyüme ve ihracat performansı düşük, küçük ve yaşlı firma gruplarının kriz yılında özkaynakla finansmanlarını düşürmek, uzun vadeli kredilerle ve ortaklardan borçlar yoluyla finansman sağlamaları dikkat çekicidir. Kriz sonrası dönemde ise, imalat sanayiinde olduğu gibi, tüm firma grupları özkaynakla finansmanı artırırken, kısa vadeli banka kredileri yoluyla finansmanı düşürmüştür. İkinci bir nokta da, başta büyük firmalar olmak üzere, tüm firma gruplarının uzun vadeli kredi kullanımlarında bir artma eğilimi gözlenmiştir (Grafik 7).

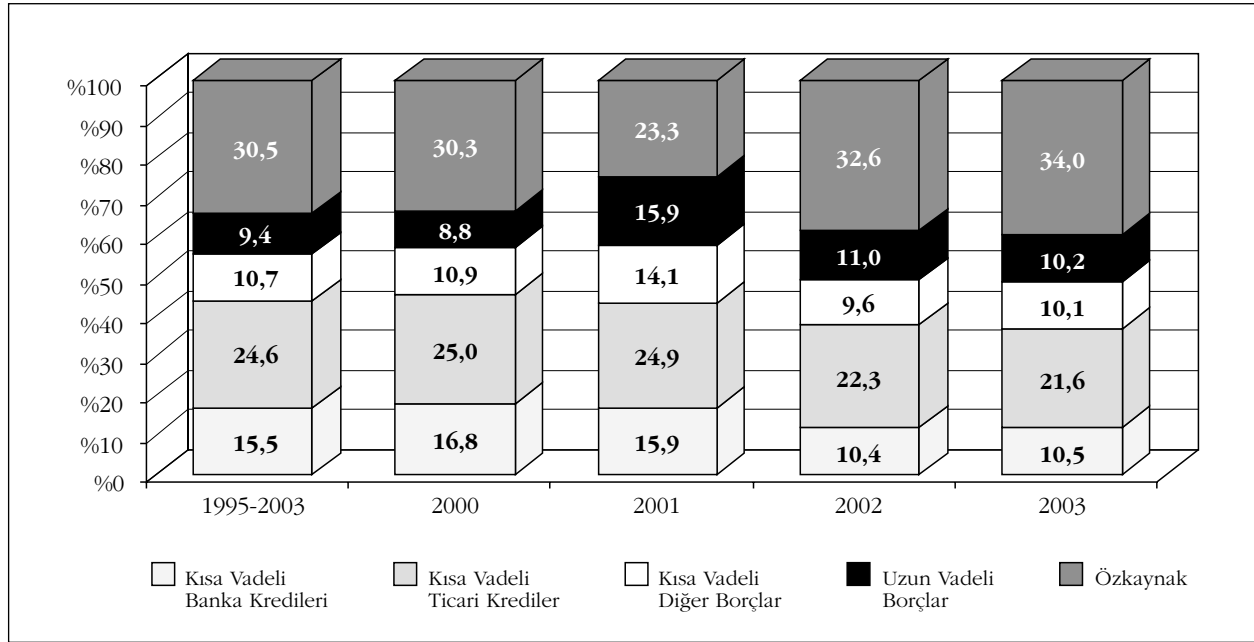
Tablo 2: 1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları: Hizmetler Sektörü ⁽¹⁾
(Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)

	Toplam Hizmetler	Hızlı Büyüyen Firmalar	Yavaş Büyüyen Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Genç Firmalar	Yaşlı Firmalar	İhracat Perform. Düşük Firmalar	İhracat Perform. Yüksek Firmalar
Cari Yükümlülükler	60,13	60,30	59,97	61,65	55,94	59,37	60,89	57,40	64,45
Kısa Vadeli Krediler	15,86	14,83	16,81	17,05	12,50	16,48	15,27	12,22	27,66
Kısa Vadeli Banka Kredileri	15,52	14,65	16,34	16,70	12,35	16,12	14,96	11,80	27,39
Kısa Vadeli Ticari Krediler	24,58	23,80	25,27	28,18	15,94	26,59	22,60	22,65	24,13
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	10,71	9,00	12,26	13,37	5,21	11,53	9,92	11,67	10,03
Uzun Vadeli Borçlar	9,38	8,92	9,79	8,14	13,93	8,88	9,89	9,73	11,04
Özkaynak	30,49	30,78	30,24	30,22	30,12	31,75	29,22	32,86	24,51
Gözlem sayısı	16 605	7 839	8 766	10 566	1 935	8 361	8 244	8 820	2 673

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları

- (1) 1995-2003 döneminde bilgilerini sürekli bir şekilde rapor eden firmalara ait ortalama değerler.
- (2) Firmalar 1995-2003 dönemi ortalama değerleri kullanılarak yüksek-düşük büyüme, küçük-büyük, genç-yaşlı, ihracatı performansı düşük-yüksek firmalar olarak ayrıştırılmıştır. Satışlarındaki ortalama büyümenin yüksek olduğu ilk yüzde 50’lik dilimdeki firmalar hızlı büyüyen, geri kalanı yavaş büyüyen, 50 kişiden az işçi çalıştıran firmalar küçük, 200 işçiden çok çalıştıran büyük, 18 yaşından düşük firmalar genç, bu yaştan büyük firmalar yaşlı, ihracat yapmayan firmalar ihracat performansı düşük, en yüksek ihracat payı olan yüzde 25’lik firma dilimi yüksek olarak sınıflandırılmışlardır.

Grafik 7: Firmaların Mali Yapısı: Hizmetler Sektörü



Mali kaynaklardaki bu gelişmeler firmaların mali yapıları hakkında önemli bilgiler sunmaktadır. Türkiye’de firmalar para piyasalarından doğrudan borçlanma (tahvil çıkarma) ve sermaye piyasalarından kaynak sağlama (borsa ve risk sermayesi) konusunda zayıf bir konuma sahiptirler. Bir başka ifadeyle, özkaynak temel finansman kaynağı olarak kullanılırken, banka ve ticari borçlar firmaların dış kaynaklarının tamamına yakınına yakınına oluşturmaktadır. Bu durum, pecking-order teorisinin Türkiye için geçerli olduğunu göstermektedir. Nuhoğlu (2000), 1992-98 dönemini analiz eden çalışmasında benzer bir yapının varlığına işaret etmektedir. Ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı bir ortam ile uzun bürokratik ve hukuki zorluklar içeren süreçlerden dolayı para ve sermaye piyasalarından finansmanın fazla tercih edilmediğini ileri sürmektedir. Öte yandan, Gönenç (2003), 1990-99 dönemi için yaptığı çalışmada elde ettiği benzer bulguları, yaşanan ekonomik ve politik istikrarsızlık ve belirsizliklerin yanında, Türkiye’de kredi verenlerin haklarının yasal olarak iyi korunmasına karşılık hissedar haklarının zayıf kalmasının, hisse senedi sahipliğinin yoğunlaşmasının, banka sahiplerinin aynı zamanda firma sahibi olmaları gibi kendine has özellikleri olan bir banka merkezli mali sistemin varlığının firmaların mali yapısı üzerinde etkili olduğu şeklinde yorumlamaktadır.

Türkiye’de bankacılık fonlarının kısıtlı olması ve bu kısıtlı fonların ağırlıklı olarak mali açıdan sağlam ve bankalarla ilişkileri olan büyük firmalar tarafından kullanılma-

sı, küçük, bilgi ve teknoloji yoğun, iç piyasaya üretim yapan firmaların bankalardan kaynak kullanımını kısıtlamaktadır. Bu durum özellikle küçük, bilgi ve teknoloji yoğun ve iç piyasaya yönelik üretim yapan firmaların daha çok özkaynakları yoluyla finansman sağlamalarına neden olmaktadır. Kısıtlı sermaye yapıları, bu firmaların üretimlerini ve istihdamını artırmalarında ve dolayısıyla sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında sorun teşkil etmektedir. Bu itibarla, küçük ve sermaye kısıtı olan firmalara fon sağlayabilecek finansman seçeneklerinin geliştirilmesi sürdürülebilir büyüme açısından önemli hale gelmektedir. Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ve Levine (2004) bu düşüncüyü çeşitli ülkeler için yaptıkları ampirik çalışmayla desteklemiştir.

Firma finansmanı konusunda dünyadaki duruma bakıldığında gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan-yükselen ekonomiler arasında yapısal bir farklılık göze çarpmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde firmaların mali yapısındaki gelişim ile ilgili detaylı bir analiz IMF (2005)'de yer almaktadır. Bu çalışmada, gelişmekte olan Latin Amerika, Asya ve Avrupa olmak üzere üç grupta ele alınmış ve G-3 ülkeleri ile olan farklılıklar ile 1995-97 ve 2001-03 dönemleri arasındaki değişimler karşılaştırılmaktadır. Buna göre, yükselen piyasalarda işletmelerin finansmanında, bono ihraçlarının artması, banka kredileri ve hisse senedi ihraçlarının azalması yönünde bir genel eğilim tespit edilmiştir. Banka kredilerindeki azalmanın arkasında, dış finansman ihtiyacının azalması mı yoksa finansman kaynakları üzerindeki kısıtlamanın artması mı olduğu konusunda ise kesin bir sonuca varılmamıştır. Tablo 3'ten görülebileceği üzere tahvil ihracı yoluyla finansmanın yaygın olmaması ve ticari borçların firmaların mali yapısı içindeki payının yüksek olması Türkiye'yi diğer ülkelerden farklı kılmaktadır.

**Tablo 3: Türkiye’de ve Dünyada Firmaların Mali Kaynakları
(Toplam Yükümlülükler İçindeki Paylar, Yüzde)**

	Banka Kredileri	Tahvil	Özsermaye+ Hisse Senedi	Ticari Kredi (*)
G-7 Ülkeleri	0,23	0,08	0,63	0,06
Yükselen Ekonomiler	0,27	0,21	0,40	0,14
Türkiye	0,30	0,00	0,43	0,27

Kaynak: Türkiye’ye ait rakamlar TCMB Sektör Bilançolarındaki 3900 imalat sanayii firması verileri kullanılarak hesaplanmıştır (Aydın, Kaplan ve Yalçın, 2005), diğer bilgiler IMF’nin Global Financial Stability Report (Nisan 2005)’dan alınmıştır.

() Türkiye için yapılan hesaplamalarda ortaklardan, iştirakçilerden ve diğer kesimlerden alınan krediler de ticari borçlara eklenmiştir.*

III.2 Ticari Borçların Önemi

Türkiye’de ticari borçlar firma bilançoları içerisinde oldukça yüksek bir paya sahiptir. Buna diğer ticari borçlar olarak adlandırılan ortaklara, iştiraklere ve diğer kesimlere olan borçlar da eklenince bu rakam yüzde 30 düzeyine yaklaşmaktadır. Myers and Majluf (1984)’de ileri sürülen asimetrik bilgi varsayımına dayalı ‘pecking order’ yaklaşımına göre ticari borçların maliyeti banka kredilerinden daha yüksektir. Rajan ve Zingales (1995) de ampirik olarak bu düşüncüyü doğrulamakta ve bankalardan kaynak elde edemeyen firmaların ticari borç alma eğiliminde olduğunu ileri sürmektedirler. Ticari borç niteliğindeki kaynaklar mali olarak zayıf firmaların, kriz dönemlerini atlattıklarında kolaylık sağlamakla birlikte, bu tür finansman şeklinin piyasa mekanizmasının etkin olarak çalışması açısından sakıncaları olabilmektedir. Türkan (2004), ticari borçların ve dolayısıyla çek ve senet işlemlerinin yaygın olmasını ve bu işlemlerin kanuni dayanaklarının yetersizliğinin mali sistem açısından bir kalite sorunu oluşturduğunu ileri sürmüştür. Ayrıca, bu tür bir yapının yaygınlaşması kayıt dışı ekonominin boyutunu geliştirdiği ve para politikasının geçişenliğiyle ilgili belirsizliklere neden olduğu düşüncesi de desteklenmektedir.

Türkiye’de ticari borçların toplam firma bilançoları içindeki payının yüksek olmasının iki muhtemel nedeni olduğu düşünülmektedir. Birincisi, bankacılık sisteminin kaynak ihtiyacı içerisinde bulunan zayıf firmalara yeterli ve ucuz mali kaynak üretememesidir. İkincisi ise, ticari borç gibi pahalı bir finansman kaynağına ihtiyaç duyacak kırılganlıkta firmaların varlığı olabilir. Türkan (2003) Türkiye’de kredi maliyetlerinin vergi ve harç niteliğindeki yüklere bağlı olarak yüksek düzeylerde gerçekleştiğini göstermektedir. Yapılan hesaplamalara göre; 2000 yılında, mevduat sahibinin elde ettiği net nominal faiz yüzde 37,9 iken, kredi kullanma aşamasında, banka komisyonu hariç, bu oran yüzde 56,1 olarak gerçekleşmiştir. Kredi maliyetleri, özellikle mevduat, aracılık hizmetleri ve nihai kullanım aşamalarındaki vergilendirme sonucunda önemli ölçüde artmaktadır. Banka kredileri üzerine konulan yüksek oranlı vergi ve harç gibi maliyetlerin firmaları ticari borç kullanma yoluna gitmelerini desteklediği düşünülmektedir.

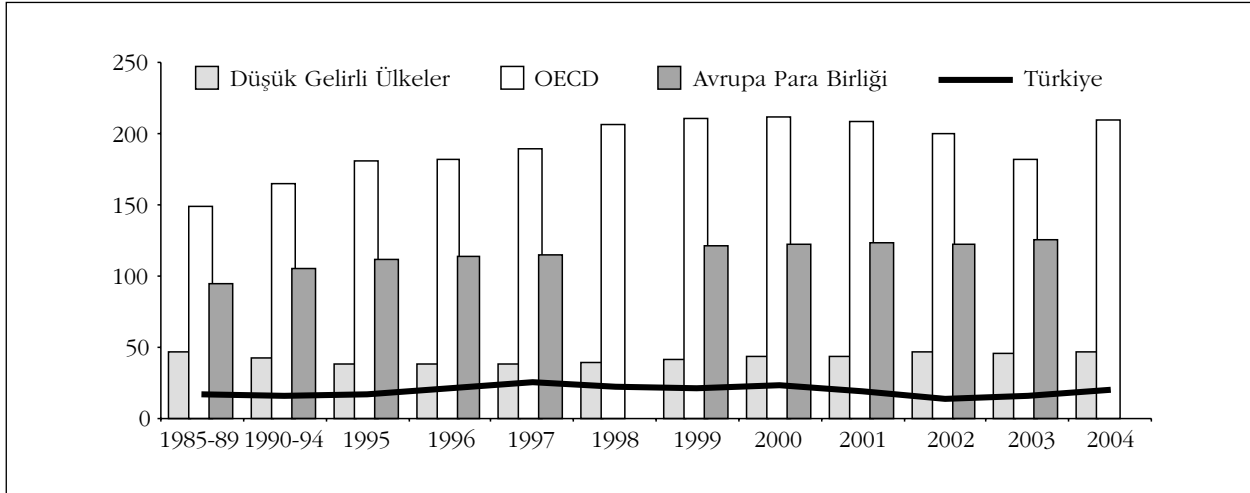
Sermaye açısından zengin büyük firmaların daha çok likit kalma eğilimi, ticari alacaklarının toplam varlıkları içerisindeki payının yüksek boyutlara ulaşması, bu firmaları mali aracı gibi davranma konumuna getirmiştir. Bu durumun, üretici firma kültürünü ve kaynak tahsisini olumsuz yönde etkilemesi kaçınılmazdır. Firmaların bu davranışlarında makroekonomideki istikrarsızlığın da etkili olduğu düşünülmek-

tedir. Firmaların mali yapısı içinde önemli bir paya sahip olan ticari borçların belirleyicileri bölüm IV.2’de ampirik olarak incelenecektir.

Ticari borç payının yüksekliği ve firmaların tahvil ve hisse senedi çıkarma konusundaki isteksizliği Türkiye’deki finansman yapısının kendine özgü konumunu ortaya koymaktadır. Bu süreci destekleyen faktörlerden biri de sermaye artırımını üzerindeki vergi yükünden kaçınmak için firmaların ortaklarından, iştiraklerinden ve diğer kesimlerden kredi alarak sermaye artırımını dolaylı yollardan sağlama ihtimalidir.

Bu gözlemler, Türkiye’de az gelişmiş mali piyasaların varlığına işaret etmektedir. Mali gelişmişlik göstergelerinden biri olarak kabul edilen, bankacılık sektörü tarafından verilen kredilerin milli gelir içindeki paylarına bakıldığında, milli gelir düzeyi yüksek OECD ve Avrupa Para Birliği gibi gelişmiş ülke gruplarında oranların yüzde 100’ün üzerinde olduğu, düşük gelirli ülkelerde ise yüzde 50’nin altında kaldığı görülmektedir. Türkiye, ortalama yüzde 20 düzeyindeki oranlarla, mali gelişmişlik bakımından oldukça alt sıralarda yer almaktadır (Grafik 8). Farklı mali gelişmişlik göstergeleri de Türkiye ile ilgili bu az gelişmişliği teyit etmektedir (Grafik 9).⁸

Grafik 8: Bankacılık Sektörü Tarafından Verilen Krediler
(GSMH içindeki yüzde paylar)

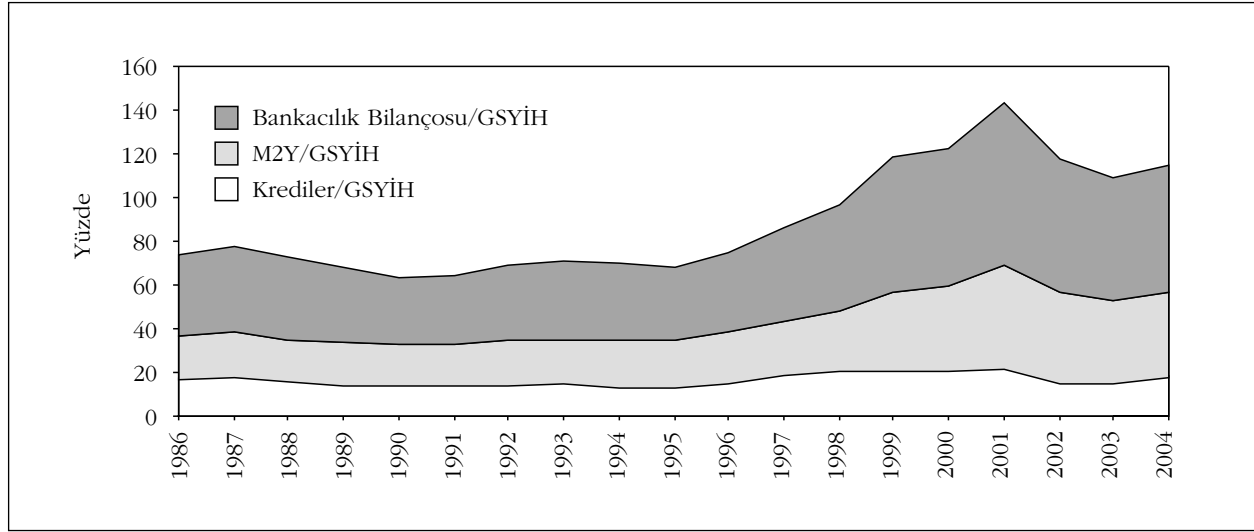


Kaynak: Dünya Bankası

Not: Avrupa Para Birliği için 1998 yılı verisi ...

(8) Türkan (2004) Türkiye’de banka kredi vadelerinin genel olarak kısa olması, yıl içinde alınan ve geri ödenen kredilerin yıllık verilere yansımaması ve banka kredileri niteliğinde olan bazı mali faaliyetlerin bu yapı içerisinde sınıflandırılmaması (makro kredi kanalı) banka kredilerinin GSYİH içindeki payının diğer ülkelere oranla düşük görünmesinde etkili olduğunu ileri sürmektedir.

Grafik 9: Türkiye’de Mali Derinlik Göstergeleri



III.3 Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Durumu

Bu bölümde, ekonomik gelişmede oynadıkları rolün önemi nedeniyle, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerle (KOBİ) ilgili bazı noktaların daha yakından incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla öncelikle KOBİ tanımı, üretim içindeki yerleri, karşılaştıkları sorunlarla ilgili, dünyadaki durumu da yansıtan, genel bir çerçeve çizilmeye çalışılacak ve daha sonra bu çerçeve içinde Türkiye’deki duruma kısaca değinilecektir.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler: Tanımı ve Ekonomideki Yerleri

KOBİ tanımlaması yapılırken, kriter olarak genellikle istihdam edilen kişi sayısı kullanılmaktadır. Ancak, çalışan sayısının yanında, katma değer, bilanço büyüklüğü, piyasa payı, yatırım ve satış tutarı gibi kriterler de kullanılmaktadır. Dolayısıyla, seçilen kritere göre, ülkeden ülkeye KOBİ tanımı farklılık gösterebilmektedir. Örneğin, OECD tanımlamasına göre, 10’dan fazla 100’den az kişi çalıştıran işletmeler küçük, 100 ile 500 arasında kişi çalıştıran işletmeler orta ölçekli olarak sınıflandırılırken, ABD’de 250’den az işçi çalıştıran yerler küçük olarak sınıflandırılmaktadır. Öte yandan, Avrupa Birliği’nde, işçi sayısı, bilanço büyüklüğü ve işletmelerin bağımsızlık derecesi KOBİ sınıflandırmasında kullanılan kıstasları oluşturmaktadır. Buna göre, 250’den az işçi çalıştıran işletmeler KOBİ olarak değerlendirilmektedir. 50’den az işçi çalıştıran, yıllık cirosu 7 Milyon Avro’yu aşmayan veya yıllık bilanço-

su 5 Milyon Avro'nun altında olan işletmeler küçük ölçekli işletme olarak nitelendirilmektedir. Orta ölçekli işletme, 50-250 işçi çalıştıran ve yıllık cirosu 40 Milyon Avro'nun altında olan, yıllık bilançosu 27 Milyon Avro'yu aşmayan işletme olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, sermayesinin ya da oy haklarının en fazla yüzde 25'lik bölümü küçük ve orta ölçekli işletme dışında kalan bir veya birden çok işletmeye ait olma şeklinde bir bağımsızlık kriteri de gözetilmektedir. Benzer şekilde, Japonya'da da KOBİ tanımı yapılırken, çalışan sayısı yanında sermaye miktarı ve sektör kriteri dikkate alınmaktadır. Bu tanıma göre, örneğin imalat sektöründe sermaye miktarı 100 milyon Yen ve 300'den az kişi çalıştıran, ticaret sektöründe 30 milyon Yen ve 10'dan az kişi çalıştıran, hizmet sektöründe ise 10 milyon Yen ve 50'den az kişi çalıştıran işletmeler küçük olarak sınıflandırılmaktadır.

Rekabetçi ortamda faaliyet gösteren, daha çok iç kaynaklarla yatırımlarını finanse eden ve çok sayıda işletmeden oluşan KOBİ'ler, üretim ve istihdam açısından ekonomiye önemli katkılarda bulunmaktadır. Yüksek istihdam potansiyeli ile işsizlik oranının azaltılması, bölgesel sosyo-ekonomik dengelerin sağlanması, atıl işgücüne, özellikle genç nüfusa ve kadınlara çalışırken öğrenme, meslek öğrenme imkanının sağlanması, büyük işletmelerin tekelleşmesini önleyebilme ve ekonomik dinamizmi artırma imkanının rekabet politikaları yoluyla sağlanabilmesi, araştırma ve geliştirme çalışmalarında sahip oldukları potansiyellerden yararlanabilecek bir ortam yaratılması bu katkılardan bazılarıdır.⁹

Tablo 4'de seçilmiş bazı ülkelerde KOBİ'lerin ekonomi içindeki payları ile üretim ve istihdam alanındaki katkıları görülmektedir. Tüm ülkelerin ortalaması alındığında, KOBİ'lerin ortalama üretime katkısının büyük işletmelerin katkısından düşük, istihdama katkılarının ise belirgin şekilde yüksek olduğu görülmektedir. OECD, gelişmekte olan ve geçiş sürecindeki ülkelerde, tarım sektörü hariç toplam firmaların yüzde 95'ini küçük ve orta ölçekli firmalar oluşturmaktadır. Yüksek ihracat potansiyeline sahip olan KOBİ'ler, aynı zamanda önemli bir istihdam kaynağı oluşturmaktadırlar. Gelişmekte olan, özellikle de sanayileşmiş Doğu Asya ülkelerinde ihracat gelirlerinin büyük bir kısmı KOBİ'ler tarafından sağlanmaktadır.¹⁰

KOBİ'lerin üretim ve istihdama katkısı, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile de doğrudan ilişkili görünmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, kayıt dışı faaliyetlerin yaygın olması bu noktada belirleyici bir özelliktir. Nitekim, Ayyagari, Beck ve De-

(9) Çetin (2000)

(10) OECD (2004a)

mirgüç-Kunt (2003) de çalışmalarında düşük gelir grubundaki ülkelerde KOBİ'lerin üretim ve istihdama olan katkısının kayıt dışı ekonominin katkısından daha az olduğunu vurgulamıştır. Ekonomik gelişmişlik ile kayıt dışı ekonomi arasında ters yönlü ilişkinin vurgulandığı bu çalışmada, ekonomik gelişme arttıkça kayıt dışı ekonominin yerini KOBİ'lerin aldığı ileri sürülmektedir.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler: Sorunlar

KOBİ'lerin büyüme ve yatırımlarının önündeki en önemli engeller olarak mali kaynakların temininde karşılaşılan zorluklar ve küreselleşmeyle birlikte uluslararası rekabete karşı güçsüz durumda kalmaları görülmektedir. Az gelişmiş, gelişmekte olan ve geçiş aşamasındaki ülkelerde bu engeller, yüksek bütçe açıkları ve enflasyon oranları, istikrarsız kurlar, hukuki altyapı, yürütme ile ilgili ve idari konulardan kaynaklanan bürokratik engeller, sermaye yetersizliği, mülkiyet hakları, kredi ve teminat düzenlemelerindeki aksaklıklar gibi unsurları içermektedir. Ayrıca, önceki bölümde de dile getirildiği üzere, bankacılık fonlarının daha çok mali açıdan güçlü ve bankalarla yakın ilişkileri olan firmalar tarafından kullanılması, küçük, bilgi ve teknoloji yoğun, iç piyasaya üretim yapan firmaların kullanabilecekleri kaynakları kısıtlamaktadır. Bu nedenle, küçük ve sermaye kısıtı olan bu firmalara finansman sağlayacak alternatif finansman araçlarının geliştirilmesi gerekmektedir. Bu sorunun gelişmiş ülkelerde, genellikle risk sermayesi modeli aracılığıyla piyasa mekanizması içinde çözümlenmiş olduğu görülmektedir.

Cull et all. (2005), 2002-03 dönemini kapsayan analizinde, az gelişmiş, gelişmekte olan ve geçiş sürecindeki ülkelerdeki KOBİ'lerin daha çok öz-kaynak, daha az banka kredisi kullandıklarını belirtmiş ve muhasebe, denetim, mali idare gibi hizmetler sektörünün yetersiz olmasını mali kaynakların temininde sıkıntı yaratan unsurlar olarak öne sürmüştür. Shiffer ve Weder (2001) ise, 80 ülke ve 10 bin civarında firmayı kapsayan anket çalışmalarında, enflasyon ve döviz kurlarındaki istikrarsızlığın KOBİ'ler üzerindeki olumsuz etkisinin büyük firmalara oranla daha yüksek olduğunu göstererek, ekonomik ve politik istikrarın önemine vurgu yapmışlardır. Sanayileşmiş ülkelerde, KOBİ'lerin rekabetçi gücünü arttırmak için teşvik kredileri uzun bir süredir gelenek haline gelmiştir. OECD ülkelerinde de, son zamanlarda görülen eğilim, teknoloji yoğun ve ihracat yapan KOBİ'lere verilen teşviklerin artırılması yönündedir.¹¹

(11) OECD (2004a)

Tablo 4: KOBİ'lerin Üretim ve İstihdama Katkısı (2002)

İşçi sayısı	<10			10 - 49			50-249			+250		
	İmalat Sanayindeki İçindeki Payı (%)	İstihdama Katkısı (%)	Üretim Katkısı (%)	İmalat Sanayindeki İçindeki Payı (%)	İstihdama Katkısı (%)	Üretim Katkısı (%)	İmalat Sanayindeki İçindeki Payı (%)	İstihdama Katkısı (%)	Üretim Katkısı (%)	İmalat Sanayindeki İçindeki Payı (%)	İstihdama Katkısı (%)	Üretim Katkısı (%)
Avustralya	72,6	14,1	7,6	21,8	20,5	13	4,1	17,8	16,1	1,5	47,7	63,3
Avusturya	71	10,3	4,6	21,8	18,9	12,7	5,5	26,9	25,8	1,6	43,8	57
Belçika	79,4	11,6	6	15,5	18,9	12,6	4,1	23,8	20,9	1	45,8	60,5
Çek-Cumhuriyeti	89,2	14,2	6,2	7,6	15,6	10,2	2,6	25,5	23	0,7	44,7	60,6
Danimarka	71,4	7,4	6,3	21,1	18,9	14	6	26,3	23,2	1,5	47,4	56,5
Finlandiya	84	9	4,6	11,4	14,8	9,2	3,6	22,5	17,4	1	53,7	68,8
Fransa	81,6	12	11,2	14	19	12,5	3,4	22,3	16,3	0,9	46,7	60,1
Almanya	62,1	6,7	2,6	27,3	14,5	7,9	8,4	23,7	19,6	2,2	55,1	69,9
Yunanistan				79,4	26,6	15	17,1	34	24,9	3,5	39,5	60,1
Macaristan	87,2	16,1	4,4	9,4	16,5	8,4	2,7	23,2	17	0,8	44,2	70,2
İrlanda	39	4,4	1,2	42	19,2	6	15,2	32,3	20,5	3,8	44,2	72,4
İtalya	83,4	25,5	11,7	14,4	31	24,4	1,9	20,8	25,2	0,3	22,8	38,7
Japonya	50,9	10,8	3,6	39,2	28,4	15,7	8,5	29,9	28	1,4	30,9	52,7
Kore	88,6	42,9		8,3	20,7		2,9	23,2		0,2	13,3	
Hollanda	74,7	9,9	5,4	18,9	23,3	16	5,2	30,6	25,6	1,2	36,2	53,1
Yeni Zelanda	81,3	19,1	9,2	15,3	24,2	15,7	2,7	21,4	24,7	0,6	35,3	50,4
Norveç	60,6	8,7	6,2	29,4	22,9	16,9	7,6	28,3	27,1	1,7	40,1	49,6
Polonya	89,7	19,4	9,7	6,5	12,8	9,4	3	27,9	24,1	0,8	39,9	56,8
Portekiz	78,9	18,9	9,1	16,7	28,1	19,1	3,9	29,3	27,5	0,5	23,7	44,3
Slovakya	44,2	3,5	2,6	32,7	10	6,7	17,2	26,4	18,5	6	60	72,2
İspanya	78,4	19,2	8,9	18,4	31,9	21,5	2,8	22,6	23,7	0,5	26,2	46
İsveç	85,4	11,1	5,4	10,8	15,2	10,8	3	20,7	17,9	0,8	53	65,9
İngiltere	71,7	10,1	6,7	21	18,8	12,4	5,9	25,8	21,4	1,5	45,3	59,5

* İşçi sayısı baz alınmıştır.

Kaynak: OECD(2005)

Öte yandan, ülke içinde rekabetçi bir yapıya sahip olan KOBİ'lerin global düzeyde de rekabetçi bir yapıya kavuşmaları ve üretken olmaları, ticaret ve yatırım fırsatlarını değerlendirmeleri açısından önemlidir. Rekabet edebilmek için firmaların geliştirecekleri stratejiler arasında yeni teknolojiler üretmek, ucuz ve kaliteli üretim yapmak ve rekabet üstü markalar yaratmak olarak sayılabilir. Rekabette, araştırma ve geliştirme çalışmaları önemli bir strateji oluşturmaktadır. Bu stratejinin başarılı işlemesi uzun vadeli bir programın hazırlanması ve yatırım ve finansman kaynaklarına erişim için ön koşuldur. Bu çalışmalar riskli, uzun vadede karlı ve kalifiye insan gücü gerektiren yatırımlardır. Risk sermayesi bu alanda gelişmiş alternatif finans ve yatırım araçlarından biridir.

Türkiye’de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

Türkiye’de KOBİ tanımlaması, tanımı yapan kuruluşa göre değişmektedir.¹² Örneğin, Devlet İstatistik Enstitüsüne göre 50’den az kişi çalıştıran işletmeler küçük, 50 ile 100 arasında kişi çalıştıran işletmeler orta ölçekli olarak alınmışken, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), 50 ile 150 arasında kişi çalıştıran işletmeleri orta ölçekli olarak tanımlamış, Hazine Müsteşarlığı ise 50 ile 250 kişi çalıştıran işletmeleri orta ölçekli olarak sınıflandırmıştır. OECD (2004b)’de, Türkiye’de, özellikle imalat sanayii istihdamında küçük ve orta ölçekli firmaların, birçok ülkede olduğu gibi, önemli yer tuttuğu, ancak, sağladıkları katma değer büyük firmalara oranla oldukça düşük kaldığı ileri sürülmektedir (Tablo 5).

**Tablo 5: İmalat Sanayiinde Faaliyet Gösteren Firmalar
(Toplam İçindeki Paylar, Yüzde)**

Çalıştırılan	İşletme Sayısı		Çalışan Sayısı		Katma Değer	
İşçi Sayısı	1992	2001	1992	2001	1992	2001
1-9	94,35	94,64	35,39	31,34	7,37	5,67
10-49	4,02	3,44	11,88	11,5	6,42	6,77
50-249	1,23	1,48	15,27	21,47	17,12	21,52
250+	0,4	0,43	37,46	35,69	69,09	66,04

Kaynak: OECD (2004b)

(12) Yılmaz (2003)’de Türkiye’de çeşitli kurum ve kuruluşların görevleri gereği yaptıkları KOBİ sınıflandırmaları görülebilir.

Küçük ve orta ölçekli firmaların ihracata katkıları ve toplam kredi hacminden aldıkları pay ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya, Japonya, Güney Kore ve Hindistan gibi ülkelerin çok altında kalmaktadır.¹³ Örneğin, Türkiye’de KOBİ’lerin 2003 yılında yatırımlar ve ihracata olan katkısı sırasıyla yüzde 7 ve 8 iken, Kore’de yüzde 36 ve 20’dir. Benzer şekilde, KOBİ’lerin bankacılık sektörü kredilerinden aldığı pay Türkiye’de yüzde 3.5 iken, Güney Kore’de yüzde 47 düzeyindedir. Burada, Türkiye’de KOBİ’lerin katma değer ve verimliliğe katkısının sınırlı olmasının nedenleri arasında tekstil ve perakende sektörlerinde verimliliğin görece düşük ve kayıt dışı ekonominin büyük olması gösterilmektedir. Finansman kaynaklarının daha çok büyük firmalar tarafından kullanılması da bir diğer önemli etken olarak görülmektedir. Nitekim, 2004 yılı sonunda banka kredilerinin yüzde 50’den fazlası toplam 418 büyük firmaya verilmiştir.¹⁴

İstanbul Sanayi Odası (İSO) Durum Tespit Anketinde de, firmaların finansman kaynakları ve karşılaştıkları mali sorunlar ile ilgili olarak küçük ve orta ölçekli firmaların işletme sermayesi ihtiyacı içinde olmalarının tespit edilmesi dikkat çekicidir.¹⁵ Türkiye’de KOBİ’lere mali destek, genellikle kamu bankaları tarafından sağlanmıştır. Aracılık maliyetlerinin yüksek olması, bankaların kur ve enflasyon benzeri risklere karşı kendilerini korumaları için gerekli mali araçların ve sistemin gelişmemiş olması, firmaların risk derecelendirmesinde, teminat rejiminde ve mali durumları gösteren tablolarda sorunların olması, özel bankaları, kredi vermek yoluyla KOBİ’leri destekleme konusunda isteksiz kılmakta, bankaların kredilerini daha çok bağlı bulundukları sanayi ve mali sektörlerle vermeye yönlendirmektedirler. Bu çerçevede, KOBİ’lerin finansmanı konusunda yeni standartların ve araçların geliştirilmesi bu konuda bir çıkış yolu olarak görülmektedir.

Risk sermayesi, yeterince mali kaynağa sahip olmayan genç firmaların faaliyet gösterdiği, yenileşme eğilimi yüksek ve bu nedenle risk içeren alanlarda yatırım yapmak üzere, bu riskin farkında olan ve bu alanlarda yatırım yapmak isteyen sermayedarların sağladığı finansman ile kurulan ortaklıkları ifade etmektedir. Böylece, risk sermayesi ile, yeni fikir ve buluşları olan, fakat bunları üretime dönüştürmede mali kaynak sıkıntısı yaşayan KOBİ’lere uzun vadeli fon sağlanması ve sürdürüle-

(13) Erkumay (2000), Civan ve Tekinkuş (2002), KOSGEB (2004)

(14) Bakınız Dünya Bankası (2005).

(15) Ankette, toplam imalat sanayi incelenmekte ve küçük ölçekli işletmeler, 1-49 işçi; orta ölçekli işletmeler 50-150 işçi; büyük ölçekli işletmeler +150 işçi çalıştıranlar olarak tanımlanmıştır.

bilir büyümeğe katkıda bulunması mümkün olabilmektedir. Bu konuda, Belke ve diğerkleri (2003), risk sermayesinin istihdamı arttırdığını gösteren ampirik bulgular vermektedir. Türkiye’de de, ABD, Kanada, İsrail ve bazı Avrupa ülkelerinde yaygınlık kazanan risk sermayesi uygulamasının teşvik edilmesi önerilmektedir.

Risk sermayesinin kaynakları, özel risk sermayesi şirketleri, ticari bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, vakıflar, risk sermayesi yatırım fonları, üniversiteler ve büyük sermayeli girişimcilerden oluşmaktadır. Dünyadaki uygulamalara baktığında, risk sermayesi fonlarına yapılan yatırımların, Almanya’da bankalar, İsrail’de şirketler, Japonya’da sigorta şirketleri ve İngiltere’de emekli sandıkları tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.¹⁶ Bu çerçevede, risk sermayesi sisteminin etkin olarak işlemesi, içinde küçük işletmelerin işlem gördüğü borsaların da kurulmuş olduğu gelişmiş bir mali sistemin varlığını gerektirmektedir. Sermaye piyasalarının yeterince aktif olmadığı ve bankaların yaygın olduğu mali sistemlerde risk sermayesinin yeterince gelişmesi mümkün olmamıştır. Bu nedenle, gelişmiş ülkelerin aksine, gelişmekte olan ülkelerde, uygulamanın ilk aşamalarında devletin öncü rol oynaması ve kamu fonlarının kullanılması önerilmektedir (OECD, 2005).

Türkiye’de risk sermayesi konusunda ilk çalışmalar 1980’lerde bankalar tarafından yapılmış, 1990’lı yıllarda çeşitli risk sermayesi yatırımları gerçekleştirilmiş ancak etkinlik sağlanamamıştır. Özellikle, risk sermayesine fon sağlayabilecek birey ve kuruluşlar konusunda sıkıntılar yaşanmıştır. Risk sermayesi sisteminin uzun vadeli yatırımları içermesi, Türkiye ekonomisinin istikrarsız yapısı (oynak kur, yüksek faiz ve enflasyon oranları) risk sermayesinin yaygınlaşmasını sınırladığı düşünülmektedir.

KOBİ’lerin Finansmanı ve Basel-II

Firmaların, bankacılık sektöründen sağlayacakları fonları etkileyecek bir düzenleme de 2007 yılı başında yürürlüğe girmesi beklenen Basel-II çerçevesinde olacaktır. Basel-II ile, risk odaklı sermaye yönetimi ve kredi fiyatlaması gündeme gelecektir. Risk odaklı kredi fiyatlaması doğal olarak KOBİ’lerin kullanacakları kredilerin miktarını ve/veya maliyetini etkileyecektir.

Basel-II ile birlikte kredi kullanacak firmaların riski, firmanın mali verileri (bilanço, gelir tablosu vb.) ile yönetici ve ortakların geçmişi, pazar payı gibi niteliksel faktörlerin değerlendirilmesi sonucu tespit edilen "firma derecelendirme notu" ile

(16) Mayer ve diğerkleri (2003)

ölçülecektir. İşlemin türü, teminat, vade, para birimi gibi unsurlar da kredi işleminin riskini belirleyecektir. Buna göre, kredi, "çok riskli" veya "az riskli" olarak belirlenecek ve bu çerçevede fiyatlandırma yapılacaktır. Daha açık bir ifade ile, firmanın derecelendirme notu düştükçe, banka daha çok risk alması ve karşılık olarak daha çok sermaye tutması (ve dolayısıyla daha çok kaynağını getiriden mahrum bırakması) nedeniyle, firmalara kullandıracağı kredilerin maliyetini artıracaktır.

Bu çerçevede, Basel-II sisteminde, avantajlı koşullarda kredi kullanmanın en etkin yolu iyi bir derecelendirme notuna sahip olmak olacaktır. KOBİ'lerin bankalarca veya bağımsız kredi değerlendirme kurumlarınca kullanılan derecelendirme sistemleri hakkında bilgi sahibi olmaları ve bu sistemden etkin bir şekilde faydalanmak için gerekli önlemleri almaları gerekecektir. Bu durumda, KOBİ'lerde kurumsal yönetim, hesap ve kayıt düzeni, şeffaflık, finansal planlama ve risk yönetimi gibi konular üzerinde çalışılması gerekmektedir. Yönetimi iyi ve mali yapısı sağlam olan, gerekli tüm bilgileri zamanında ve yeterli bir şekilde sunabilen KOBİ'ler potansiyel olarak en iyi dereceyi almak suretiyle en iyi şartlarda kredilendirme imkânına kavuşacaklardır.¹⁷

Ayrıca, Basel-II ile birlikte, KOBİ'ler için yapılacak "perakende-kurumsal" ayrımı önem kazanacaktır. Buna göre, bir bankadaki toplam kredisi (nakit ve gayri nakit) 1 milyon Avro'nun altında kalan KOBİ'ler "perakende portföy", ilgili bankadaki kredi miktarı 1 milyon Avro'nun üstünde olan KOBİ'ler ise "kurumsal portföy" olarak tanımlanacaktır. Bir firmanın kullandığı krediler nedeniyle bir bankada kurumsal, diğer bir bankada perakende portföyde değerlendirilmesi ve risk ağırlıklarının her iki bankada da farklı olması durumu, farklı bankalarda kredi imkanlarına sahip olabilmeleri imkânı nedeniyle, KOBİ'lerin lehinde sonuçlar doğurması beklenebilir.¹⁸

Basel-II sisteminin bankacılık sektörü ve firma kredileri üzerinde olası etkileri konusunda son dönemde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bunlar arasında, Altman ve Sabato (2005) Basel-II'nin KOBİ'lerin finansman olanakları üzerindeki etkilerini incelemiştir. ABD, İtalya ve Avustralya ülkelerinin ele alındığı bu çalışmada, Basel-II ile birlikte, bankacılık sektöründen kredi sağlamanın daha kolay ve ucuz olabileceğine işaret edilmiştir. Saurine ve Trucharte (2003) ise Basel-II'nin İspanya'daki KO-

(17) Türkiye Bankalar Birliği (2004)

(18) Yüksel (2005)

Bİ'lere etkisi konusunda, değerlendirme yapmak için henüz erken olmakla birlikte, fazla bir değişiklik beklenmediğini ileri sürmüşlerdir.

Sonuç olarak, Basel II'nin firma finansmanı üzerindeki olası etkileri konusunda henüz bir görüş birliğinden söz etmek mümkün olmamakla birlikte, sistemin kısa dönemde olumsuz etkileri olsa bile, orta ve uzun dönemde banka firma ilişkilerini daha olumlu etkileyeceği tahmin edilmektedir. Burada gerekli ön koşul ise firmaların sistemin gerektirdiği değişiklere ve yeniliklere kısa sürede uyum sağlamaları olacaktır.

B Ö L Ü M

TÜRKİYE'DEKİ FİRMALAR İÇİN AMPİRİK SINAMALAR

IV. TÜRKİYE'DEKİ FİRMALAR İÇİN AMPİRİK SİNA-MALAR

Türkiye'de mali sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini irdeleyen çalışma sayısı oldukça sınırlıdır ve genellikle makro verilere dayalı zaman serisi analizi şeklinde yapılmışlardır. Bunlar arasında, Kar ve Pentecost (2000)'de mali gelişmişlik ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi 1963-1995 dönemi için analiz edilmiştir. Türkiye için büyüme mali sektör ilişkisinin nedensellik yönünün, kullanılan mali gelişmişlik göstergelerine göre değiştiği sonucuna varılmıştır. Benzer bir çalışma da, 1960-2001 dönemi için Yılmaz ve Kayalica (2002) tarafından yapılmış, mali derinliğin genel olarak ekonomik büyümeyi desteklediği ancak, banka kredilerinin büyümeyi artırmada etkili olmadığı sonucuna varılmıştır. Ünalmış (2002)'de, 1970-2001 dönemi için yapılan zaman serisi analizi ile, kısa dönemde mali gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu, uzun dönemde ise nedenselliğin iki yönlü gerçekleştiği sonucuna varılmıştır.

Diğer yandan, Denizler, Gültekin ve Gültekin (2000)'de mali liberalizasyonun ardından Türkiye'de mali derinliğin dünya standartlarında olmasa da arttığı ancak, artan mali derinliğin kaynak tahsisinin etkinleşmesine katkısının sınırlı düzeyde kaldığı ileri sürülmektedir. 1990'lı yıllarda banka bilançoları daha likit varlıklardan, ağırlıklı olarak devlet iç borçlanma senetlerinden oluşmuş ve bankalar daha çok kısa vadeli yatırımları finanse etmişlerdir. Gerek bankacılık sektörü gerekse yatırımcı özel sektör, yatırımlar için harcanılabilecek fonları kamunun borçlanması için kullanmışlardır. Öte yandan, istikrarsız makroekonomik ortam sermaye piyasalarının gelişmesini engellemiştir. Ersel ve Sak (1997) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firma satışlarının işletme sermayeleri yapısından önemli ölçüde ve pozitif yönde etkilendiklerini ileri sürmüşlerdir. Bu çerçevede, firmaların işletme sermayeleri kompozisyonunun firmaya özel ve belirsizlik değişkenlerinden önemli ölçüde etkilendiği de tahmin edilmiştir.

Firma düzeyinde geniş bir veri seti kullanarak mali yapının firma büyümesi üzerindeki etkisini araştırması açısından, bilgimiz dahilinde, ilk olan bu çalışmada, temel olarak, firma satışlarındaki büyümenin açıklanması yoluyla mali sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin irdelenmesi amaçlanmıştır. Ancak, Türkiye'deki firmaların mali yapısı incelenirken, ticari borçların bu yapının önemli bir özelliği olarak öne çıkması, ticari borçların da açıklanması gerekliliğini düşündürmüştür. Bu

çerçevede, ilk olarak, aşağıdaki bölümde, firmaların büyümesi açıklanmaya çalışılmış, daha sonra ticari borçların belirleyicileri test edilmiştir.

IV.1 Firmaların Büyümesi

IV.1.i Veri

Bu çalışmanın ekonometrik tahminlerinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından derlenen şirket bilançoları, gelir tablosu ve bu şirketlere ait diğer bilgiler kullanılmıştır. Veri seti 1989 yılından itibaren firma bilgilerini içermekte ancak veriler bütün firmalar için süreklilik arz etmemektedir. Bu nedenle, analiz, firmaların bilgilerini rapor etme açısından önemli ölçüde süreklilik gösterdiği 1995-2003 dönemini kapsamaktadır. Bu tercih, 1994 krizinin değişkenlerde yarattığı dalgalanmayı analiz dışında tutma açısından da önemlidir. Analizde kullanılan gözlem ve firma sayısı imalat sanayii firmaları için sırasıyla yirmi bin ve dört bin civarındadır. Bu rakamlar, hizmetler sektörü verileriyle yakınlık göstermektedir. Tahminlerde kullanılan değişkenlerin firmalar tarafından rapor edilip edilmeme durumlarına bağlı olarak yapılan regresyonlardaki gözlem ve firma sayısı değişmektedir. Ekonometrik modelde kullanılan firmaya özel değişkenler uç değerlerden arındırılmıştır. Arındırma işlemi, söz konusu değişkenlerin dağılımlarının en alttaki ve en üstteki yüzde 0,5’lik dilimleri oluşturan firmalara ait bilgiler analize dahil edilmeyerek yapılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler çeşitli kriterler kullanılarak gruplara ayrılmış ve büyümeyi açıklayan değişkenlerin bu gruplarla etkileşimi dikkate alınarak ekonometrik çalışma yapılmıştır. Firmaların gruplandırılması şu şekilde yapılmıştır.

Büyüklik: Literatürde, firmalar büyüklüklerine göre genellikle istihdam, toplam varlık veya satış kriterlerine göre sınıflandırılmaktadır. Bu çalışmada, firmalar istihdam kriterine göre küçük, orta ve büyük olarak sınıflandırılmıştır. 1995-2003 döneminde ortalama istihdamı 50 kişinin altında olan firmalar küçük, 50 ile 200 arasında olanlar orta ve 200 kişiden fazla olanlar büyük olarak kabul edilmiştir. Veri setinde kullanılan imalat sanayiindeki firmaların yüzde 44’ü küçük, yüzde 36’sı orta ve yüzde 20’si büyük ölçekli firmalardan oluşmaktadır. Kullanılan veri seti ekonomideki tüm firmaların sınırlı bir bölümünü oluşturmaktadır.¹⁹ Ancak, örnekte yer alan firmaların yüzde 50’sinden fazlasının küçük firmalardan oluşmasının, örnek seçimi yanlılığı (selection bias) sorununu hafiflettiği düşünülmektedir.

(19) Hizmetler sektöründeki firmaların yüzde 73’ü küçük, yüzde 19’u orta ve yüzde 8’i büyük firmalardan oluşmaktadır.

Yaş: Firmaların yaşlarına göre sınıflandırılması firma yaşlarının medyan değeri eşik alınarak yapılmıştır. Medyan yaştan küçük olanlar genç, büyük olanlar yaşlı olarak nitelendirilmiştir. 2003 yılı itibarıyla 18 yaşından küçük firmalar genç, geri kalanları yaşlı olarak alınmıştır.

Bilim ve Teknoloji Yoğun ve Diğer Firma Grupları: Bu grupta yer alan firmalar, makine ve teçhizat; elektrikli ve optik aletler; elektrikli makineler ve aletler, radyo, televizyon, iletişim cihaz ve aletleri; tıbbi cihazlar, hassas ölçüm aletleri, optik gereçler ve saat; ulaşım araçları gibi sanayilerinde faaliyette bulunan firmalardan oluşmuştur. Ayrıca, borsada işlem gören, kamu mülkiyeti olan ve yabancı payı olan firmalar da (*FDI*) analize dahil edilmiştir.

Tablo 6'da firma grupları için oluşturulan kukla değişkenler arasındaki kısmi korelasyon katsayıları ve anlamlılık olasılıkları verilmiştir. Buna göre, küçük firmaları gösteren kukla değişken ile genç firmaları ait kukla değişken arasında pozitif bir korelasyon hesaplanmıştır. Borsada işlem gören firmalar ile büyük, yaşlı ve yabancı ortaklığı olan firmalar arasında pozitif yönlü bir bağ hesaplanmıştır. Korelasyon katsayıları küçük de olsa, bilim ve teknoloji yoğun üretim yapan firmalar ile yaşlı ve yabancı ortaklığı olan firmalar arasında pozitif bir bağ olduğu gözlenmektedir. Yabancı ortaklığı olan firmalar ile büyük firmalar arasında aynı yönde bir korelasyon vardır.

Ampirik çalışmada kullanılan değişkenlere ait istatistikler, dönemler ve firma grupları itibarıyla Tablo 7a-b'de verilmiştir. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizde küçük, yaşlı, borsada işlem gören, bilim ve teknoloji yoğun sektörlerdeki firmaların, diğer gruplardaki firmalara oranla daha fazla etkilendikleri gözlenmektedir. Bu gruplardaki firmaların satışlarındaki daralma ortalama olarak yüzde 10'un üzerinde olmuştur. Dikkat çeken diğer bir nokta da; genç firmaların ortalama olarak 2001 yılındaki krizi daha az daralmayla atlatmış olmalarıdır. Bu sonuç, genç firmaların krizi veya makroekonomik istikrarsızlığı daha iyi idare ettiklerini düşündürmektedir. Söz konusu firmaların daha çok ticari borç niteliğindeki kaynakları kullanmaları bu bağlamda dikkat çekicidir. Bilim ve teknoloji yoğun ve küçük firma grubu içinde yer alan firmalar krizi diğer gruplara oranla daha derin yaşamışlardır. Buna karşın, kriz sonrasında en hızlı büyüme gösterenler, bu gruptaki firmalar olmuştur. Büyük veya kamu mülkiyeti olan firmalar krizi daha az daralmayla atlatmışlardır. 2001 yılından sonra kamu firmalarının satışlarında görülen hızlı bir gerilemeye bağlı olarak 1995-2003 dönemi itibarıyla bu firmaların satışlarında ortalama olarak kriz döneminin çok üzerinde bir düşüş gözlenmiştir.

Tablo 6: Firma Grupları Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Yaşlı	FDI	Borsa	Bilim-Teknik	Kamu
Küçük	1.000								
Orta	-0,659 (0,00)	1.000							
Büyük	-0,444 (0,00)	-0,375 (0,00)	1.000						
Genç	0,178 (0,00)	-0,030 (0,00)	-0,186 (0,00)	1.000					
Yaşlı	-0,178 (0,00)	0,030 (0,00)	0,186 (0,00)	-1.000 (0,00)	1.000				
FDI	-0,131 (0,00)	0,001 (0,92)	0,163 (0,00)	-0,027 (0,00)	0,027 (0,00)	1.000			
Borsa	-0,152 (0,00)	-0,066 (0,00)	0,268 (0,00)	-0,154 (0,00)	0,154 (0,00)	0,096 (0,00)	1.000		
Bilim-Tek	0,005 (0,30)	0,002 (0,66)	-0,008 (0,11)	-0,048 (0,00)	0,048 (0,00)	0,049 (0,00)	0,008 (-0,10)	1.000	
Kamu	-0,077 (0,00)	-0,041 (0,00)	0,143 (0,00)	-0,043 (0,00)	0,043 (0,00)	-0,019 (0,00)	0,026 (0,00)	0,023 (0,00)	1.000

Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir.

Büyük veya yabancı ortaklığı olan firmaların ihracat payları en yüksek, küçük veya kamu mülkiyeti olan firmaların payları ise ortalama olarak en düşük olarak hesaplanmıştır. Kamu mülkiyeti olan, büyük, borsada işlem gören, yabancı ortaklığı olan firmalar bankacılık kredilerinden diğer firma gruplarına oranla daha fazla pay almaktadırlar. Bu sonuç, mali kaynak ihtiyacı içerisinde bulunan muhtemel firmaların (küçük, bilgi ve teknoloji yoğun) bankacılık kaynaklarından etkin bir şekilde yararlanamadıklarını göstermektedir. Bir başka dikkat çekici gözlem de borsada işlem gören firmaların, diğer firma gruplarına oranla daha çok banka kredisi ve daha az ticari borç kullanmaları ve bu eğilimin krizle birlikte daha da güçlenmesidir.

IV.1.ii Yöntem ve Model

Bu çalışmada kullanılan yöntem, firma farklılıklarını dikkate alarak firmaların mali yapılarının satışlarına etkisini ölçmeyi hedeflemektedir. Çalışmada kullanılan panel veri yöntemlerine ek olarak firmaların büyüklük, yaş, sektör ve diğer özelliklerine göre gruplandırılması firmaya özel davranışları izlememize olanak tanımaktadır. Bir önceki bölümde, büyüme-finance ilişkisinin irdelendiği literatür taramasından

da anlaşılabacağı üzere, bu alanda yapılan ampirik çalışmalar genellikle ülke verilerini kullanan yatay kesit çalışmalarından oluşmaktadır (King ve Levine; 1993, Rajan ve Zingales, 1998; Levine ve Zervos, 1998; Beck, Demirguc-Kunt, Levine ve Maksimovic, 2001). Bu çalışmada, Gallego, Loayza (2001) ve Liu ve Hsu (2004) çalışmalarına paralel olarak, Türkiye’de firma büyümesi mali derinlik, firmaların mali yapısı ve diğer kontrol değişkenleri dikkate alınarak imalat sanayii ve hizmetler firmaları için ayrı ayrı açıklanmaktadır. Bu çerçevede, aşağıda tanımlanan modeller tahmin edilmiştir.

$$GSALE_{it} = f(LEMP_{it}, EXPSHA_{it}, PROFITA_{it}, LTALAB_{it}, EXTFIN_{it}, MBLOAN_b, GDP_b, YDUM) \quad (2)$$

Kullanılan bağımlı değişken ($GSALE_{it}$) firmaların satışlarındaki büyümeyi (reel satışların logaritmasındaki değişim) ifade etmektedir.²⁰ Açıklayıcı değişkenler üç grupta ifade edilmektedir. Birinci gruptaki değişkenler firmaya özel kontrol değişkenlerinden oluşmaktadır ($LEMP_{it}, EXPSHA_{it}, PROFITA_{it}, LTALAB_{it}$). İkinci grupta bulunan değişkenler firmanın mali yapısını gösteren değişkenlerdir ($EXTFIN_{it}$). Üçüncü grupta yer alanlar ise mali derinlik, talep ve yıllara ait kukla değişkenleri yansıtmaktadır ($MBLOAN_b, GDP_b, YDUM$).²¹

$LEMP_{it}$ firma istihdamının logaritması olup, firma büyüklüğünü kontrol etmek amacıyla kullanılmıştır. Firma ihracatının toplam satışları içerisindeki yüzde payını gösteren $EXPSHA$ firmanın dışa açıklığını ifade etmektedir. Firmanın karlılığı, dönem karının toplam varlıkların içindeki yüzde payı ile ölçülmüştür ve $PROFITA_{it}$ ile gösterilmiştir. $LTALAB_{it}$ reel sabit varlıkların istihdama oranının logaritması olup firmanın teknolojisini yansıtmaktadır. $EXTFIN_{it}$ firmaların mali yapısını göstermekte ve dört alternatif değişkenden oluşmaktadır. Bunlar, firmaların kullandığı banka kredilerinin bankacılık sisteminin kredi hacmi içindeki yüzde payı $BLOSH_{it}$ firmanın aldığı toplam banka kredilerinin bilançoları içindeki yüzde payı $RTBLO_{it}$, firmaların kısa vadeli ticari borçların bilançoları içindeki yüzde payı $RTCRED_{it}$ ve firmanın ortaklarından, iştiraklerinden ve diğer kesimlerden aldığı borçların bilançoları içindeki yüzde payından $ROSTDi_{it}$ oluşmaktadır. Gayri Safi Milli Hasıla büyüme oranı, GDP_b , talep gelişmelerini dikkate almak için denkleme dahil edilmiştir. Mali derinlik göstergesi olarak özel sektöre açılan banka kredilerinin Gayri Safi Milli Hasıla

(20) Reel büyüklükler, nominal büyüklüklerin sektörel düzeydeki üretici fiyatları endekslerine bölünmesi yoluyla hesaplanmıştır.

(21) Ekonometrik tahminlerde toplam banka bilançosunun ve geniş paranın ($M2Y$) GSYİH içindeki payları da mali derinlik göstergeleri olarak kullanılmış ve $MBLOAN$ den elde edilen katsayılarla benzer katsayılar tahmin edilmiştir. Çalışmada $MBLOAN$ için elde edilen sonuçlar rapor edilmiştir.

içindeki yüzde payı kullanılmış ve $MBLOAN_t$ ile gösterilmiştir. $YDUM$ ile gösterilen yıllara ait kukla değişkenler de, zamanla değişen ve denkleme dahil edilmeyen etkileri kontrol etmektedir.

Literatürde farklı mali yapıdaki firmaların mali derinlikten farklı düzeylerde etkilendiği ve farklı mali yapıların büyüme üzerindeki etkilerinin farklı olduğu ileri sürülmektedir. Mali sistemi etkin işleyen ekonomilerde büyük firmalar dış kaynak olarak genellikle tahvil ve hisse senedi çıkarırken, küçük firmalar bankalardan borçlanma eğilimindedirler. Bu bağlamda, farklı firmaların davranışlarını dikkate almak üzere yukarıda verilen değişkenlere bu farklılığın etkisini hesaba katacak etkileşim değişkenleri ilave edilmiştir. Aşağıda bu etkilerin ampirik olarak test edilmesine imkan sağlayan iki farklı model tanımlaması verilmiştir.

Tablo 7-a: Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (İmalat Sanayii)

	Toplam		Küçük		Orta		Büyük		Genç		Yaşlı		Bilim ve Tek		Borsa		FDI		Kamu	
	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.
	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı
1995-2003 Dönemi Verileri																				
GSALE	33193	0,04	13855	0,02	11476	0,05	7070	0,04	16277	0,07	16916	0	6695	0,06	1184	-0,01	1529	0,05	269	-0,09
LEMP	36715	4,11	16128	3,04	12885	4,53	6582	5,86	18274	3,85	18441	4,36	7218	4,12	956	5,72	1480	5,13	221	5,81
EXPSHA	40627	21,16	17720	13,48	13504	25,41	8225	30,58	20371	22,15	20256	20,16	8120	18,23	1297	26,46	1661	30,79	324	6,75
PROFITA	32819	11,13	14719	11,16	10934	10,66	6407	11,35	16297	9,85	16522	12,4	6669	12,92	1000	15,17	1269	15,19	137	22,21
LTALAB	36614	5,17	16041	4,8	12880	5,29	6580	5,87	18210	5,03	18404	5,31	7192	5,08	956	6,66	1475	6,16	220	5,3
BLOSH	40865	0,12	17882	0,01	13536	0,05	8245	0,45	20548	0,06	20317	0,18	8154	0,11	1300	0,88	1668	0,39	326	1,21
RTBLO	33943	25,93	13548	22,46	11962	25,56	7592	30,89	16993	25,79	16950	26,07	6781	22,16	1246	30,59	1503	28,51	186	23,76
RTCRED	39885	23,46	17023	25,72	13474	23,2	8223	18,95	19834	26	20051	20,95	7996	22,62	1300	14	1668	21,59	324	26,74
ROSTD	32215	10,03	12898	15,85	11102	7,11	7419	4,18	15747	12,66	16468	7,52	6537	9	1277	2,12	1532	3	325	3,21
GDP	40865	3,75	17882	3,75	13536	3,77	8245	3,75	20548	3,75	20317	3,75	8154	3,75	1300	3,75	1668	3,43	326	4,08
MBLOAN	40865	17,19	17882	17,19	13536	17,17	8245	17,19	20548	17,19	20317	17,19	8154	17,19	1300	17,19	1668	17,5	326	16,91
2001 Kriz Yılı Verileri																				
GSALE	4218	-0,08	1787	-0,12	1469	-0,07	898	-0,02	2233	-0,04	1985	-0,13	887	-0,19	161	-0,11	181	-0,03	30	-0,02
LEMP	4279	4,07	1869	2,98	1551	4,51	778	5,83	2367	3,83	1912	4,36	883	4,04	121	5,55	160	5,22	23	5,8
EXPSHA	4442	24,7	1885	15,9	1550	29,65	928	34,73	2424	24,75	2018	24,64	927	25,04	161	32,06	182	35,79	33	11,22
PROFITA	3095	11,37	1406	10,72	1079	11,73	580	12,03	1733	11,22	1362	11,56	636	11,57	83	14,41	111	14,19	13	9,41
LTALAB	4263	5,23	1855	4,91	1550	5,24	778	5,87	2352	5,09	1911	5,4	879	5,18	121	6,72	159	6,32	23	5,43
BLOSH	4474	0,12	1907	0,01	1555	0,05	929	0,49	2448	0,05	2026	0,21	933	0,13	162	0,99	182	0,52	33	1,36
RTBLO	3818	24,47	1508	18,02	1391	23,99	851	35,22	2101	21,85	1717	27,67	801	23,67	154	44,33	165	32,83	15	39
RTCRED	4398	24,4	1842	26,27	1547	24,93	928	19,89	2397	26,7	2001	21,63	920	22,8	162	14,88	182	21,18	33	25,67
ROSTD	3717	11,34	1494	17,73	1301	7,97	856	5,34	2003	13,53	1714	8,78	773	9,36	159	3,14	172	3,22	33	1,93
GDP	4474	-7,5	1907	-7,5	1555	-7,5	929	-7,5	2448	-7,5	2026	-7,5	933	-7,5	162	-7,5	182	-7,5	33	-7,5
MBLOAN	4474	21,28	1907	21,28	1555	21,28	929	21,28	2448	21,28	2026	21,28	933	21,28	162	21,28	182	21,28	33	21,28

GSALE: Satış büyümesi (reel satışların logaritmasındaki değişim), **LEMP:** İstihdamın logaritması, **EXPSHA:** İhracatın toplam satışlar içerisindeki yüzde payı, **PROFITA:** Dönem karının toplam varlıklara oranı (yüzde), **LTALAB:** Reel sabit varlıkların istihdama oranının logaritması, **BLOSH:** Firmaların aldığı banka kredilerinin toplam sistemin banka kredilerine oranı (yüzde), **RTBLO:** Firmaların aldığı banka kredilerinin bilançolarına oranı (yüzde), **RTCRED:** Firmaların kısa dönem ticari borçlarının bilançolarına oranı (yüzde), **ROSTD:** Firmaların ortaklarından, iştiraklerinden ve diğer kesimlerden aldığı kısa dönemli borçların bilançolarına oranı (yüzde), **GDP:** Gayri Safi Milli Hasıla büyüme oranı (yüzde), **MBLOAN:** Özel kesime açılan banka kredilerinin Gayri Safi Milli Hasıla içindeki payı (yüzde).

Tablo 7-b: Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (Hizmetler)

	Toplam		Küçük		Orta		Büyük		Genç		Yaşlı		Borsa		FDI		Kamu	
	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.	Göz.	Ort.
	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı	Sayı
1995-2003 Dönemi Verileri																		
GSALE	34144	0,01	24254	0,00	6841	0,04	3011	0,07	20811	0,04	13333	-0,03	495	-0,05	553	0,05	159	-0,04
LEMP	40929	3,07	29896	2,45	8019	4,36	2949	5,89	24497	2,94	16432	3,28	550	4,01	602	4,20	84	6,61
EXPSHA	44348	10,59	32222	10,60	8377	10,82	3678	10,08	27336	10,21	17012	11,21	556	8,05	598	16,90	192	6,70
PROFITA	37031	12,39	27260	12,84	6773	11,05	2936	11,31	22294	12,30	14737	12,53	482	19,42	458	15,49	117	16,88
LTALAB	40284	4,77	29309	4,65	7980	5,02	2930	5,37	24126	4,85	16158	4,67	515	6,10	588	5,52	84	6,04
BLOSH	46227	0,11	33774	0,04	8624	0,11	3756	0,75	28400	0,09	17827	0,13	594	1,01	612	0,61	192	4,77
RTBLO	31313	23,19	21996	23,67	6331	22,35	2934	21,54	19258	23,38	12055	22,88	399	20,94	434	26,19	145	22,13
RTCRED	42287	27,85	30191	30,32	8338	22,49	3694	19,67	25600	28,86	16687	26,29	551	11,32	609	25,60	191	14,23
ROSTD	31758	13,92	22049	16,47	6542	8,65	3122	7,06	19749	15,61	12009	11,15	534	2,92	511	5,28	186	6,40
GDP	46227	4,13	33774	4,24	8624	3,79	3756	3,87	28400	4,03	17827	4,27	594	3,36	612	3,97	192	4,01
MBLOAN	46227	16,81	33774	16,71	8624	17,13	3756	17,02	28400	16,88	17827	16,70	594	17,42	612	17,23	192	16,99
2001 Kriz Yılı Verileri																		
GSALE	4155	-0,18	2866	-0,20	899	-0,16	387	-0,07	2679	-0,17	1476	-0,20	66	-0,50	66	-0,02	15	-0,41
LEMP	4486	3,18	3139	2,50	963	4,36	377	5,86	2917	3,08	1569	3,37	84	3,71	69	4,56	7	6,82
EXPSHA	4523	11,56	3142	11,87	954	10,90	420	10,90	2984	11,18	1539	12,30	80	5,76	68	16,18	16	6,28
PROFITA	3242	12,23	2295	12,41	658	12,06	285	11,32	2112	12,33	1130	12,04	64	24,60	44	22,62	11	14,88
LTALAB	4431	4,89	3091	4,77	958	5,09	375	5,35	2887	4,92	1544	4,82	79	5,97	68	5,66	7	6,16
BLOSH	4682	0,13	3270	0,04	976	0,13	429	0,79	3076	0,10	1606	0,18	86	1,32	69	1,09	16	4,03
RTBLO	3340	24,70	2240	25,48	740	23,53	353	22,34	2231	21,32	1109	31,49	56	22,41	48	27,91	12	25,70
RTCRED	4424	26,82	3038	28,96	954	23,04	425	20,13	2872	28,13	1552	24,40	78	10,04	69	22,21	16	14,08
ROSTD	3489	14,74	2337	17,44	777	9,83	369	8,01	2343	15,56	1146	13,07	77	3,32	58	7,77	15	5,53
GDP	4682	-7,49	3270	-7,49	976	-7,50	429	-7,50	3076	-7,49	1606	-7,50	86	-7,50	69	-7,50	16	-7,50
MBLOAN	4682	21,27	3270	21,27	976	21,28	429	21,28	3076	21,27	1606	21,28	86	21,28	69	21,28	16	21,28

GSALE: Satış büyümesi (reel satışların logaritmasındaki değişim), **LEMP:** İstihdamın logaritması, **EXPSHA:** İhracatın toplam satışlar içerisindeki yüzde payı, **PROFITA:** Dönem karının toplam varlıklara oranı (yüzde), **LTALAB:** Reel sabit varlıkların istihdam oranının logaritması, **BLOSH:** Firmanın aldığı banka kredilerinin toplam sistemin banka kredilerine oranı (yüzde), **RTBLO:** Firmaların aldığı banka kredilerinin bilançolarına oranı (yüzde), **RTCRED:** Firmaların kısa dönem ticari borçlarının bilançolarına oranı (yüzde), **ROSTD:** Firmaların ortaklarından, iştiraklerinden ve diğer kesimlerden aldığı kısa dönemli borçların bilançolarına oranı (yüzde), **GDP:** Gayri Safi Milli Hasıla büyüme oranı (yüzde), **MBLOAN:** Özel kesime açılan banka kredilerinin Gayri Safi Milli Hasıla içindeki payı (yüzde).

$$GSALE_{it} = f(LEMP_{it}, EXPSHA_{it}, PROFITA_{it}, LTALAB_{it}, EXTFIN_{it}, EXTFIN_{it}^* DUM_j, MBLOAN_b, MBLOAN_t^* DUM_j, GDP_b, YDUM) \quad (3)$$

$$GSALE_{it} = f(LEMP_{it}, LEMP_{it}^* DUM_j, EXPSHA_{it}, EXPSHA_{it}^* DUM_j, PROFITA_{it}, PROFITA_{it}^* DUM_j, LTALAB_{it}, LTALAB_{it}^* DUM_j, EXTFIN_{it}, EXTFIN_{it}^* DUM_j, MBLOAN_b, MBLOAN_t^* DUM_j, GDP_b, GDP_t^* DUM_j, YDUM) \quad (4)$$

Burada DUM_j firmaların özelliklerini tanımlayan kukla değişkenleri ile 2001 yılı krizine ait kukla değişkenini göstermektedir. Bu kukla değişkenler, küçük, orta, büyük, genç, bilim ve teknoloji yoğun, borsada işlem gören, yabancı ortaklığı olan ve kamu mülkiyeti olan firmalar için oluşturulmuştur. Birinci denklemde **(3)**, yalnızca mali değişkenlerin (*MBLOAN*, *EXTFIN*) firma gruplarına ait kukla değişkenleriyle etkileşimi alınırken ikinci denklemde **(4)**, grup kukla değişkenlerinin, yıllara ait kukla değişkenleri hariç, bütün değişkenlerle etkileşimleri modele eklenmiştir.²²

Yukarıda tanımlanan modeller panel veri teknikleri kullanılarak sınanmıştır. Panel veri modeli değişkenlere ait yıl ve yatay kesit verilerini kullanarak tahmin yapmamıza olanak sağlamaktadır. Modeli tanımlayan denklem aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$y_{it} = X_{it}\beta + \lambda_t + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Burada *t* zamanı, *i* ise yatay kesit (firma) boyutunu, *y_{it}* bağımlı değişkeni, *X_{it}* açıklayıcı değişkenleri göstermektedir. Bu modelin başlıca avantajı, firmaya özel zaman içinde değişmeyen ve gözlemlenemeyen faktörler (α_i) ile zaman içinde değişen ve gözlemlenemeyen etkileri (λ_t) dikkate almasıdır. Örneğin, firma yöneticilerinin firmanın performansına etkisi zımni olarak bu tahminlere dahil edilebilmektedir. Geleneksel panel veri modelleri (sabit etkiler, rastsal etkiler) özellikle firmaya özel değişkenler ile satış büyümesi arasındaki içsellik sorununu kontrol etmekten uzaktır. Bu nedenle bu çalışmada iki aşamalı araç değişkenleri yöntemi (IV-2SLS) kullanılarak tahminler yapılmıştır. *LEMP_{it}*, *EXPSHA_{it}*, *PROFITA_{it}*, *LTALAB_{it}*, *EXTFIN_{it}* değişkenlerinin içsel olarak belirlenme olasılığı gözönünde bulundurularak bu değişkenlerin birinci gecikme değerleri ve diğer açıklayıcı değişkenler araç değişkenler olarak tahminlerde kullanılmıştır.

(22) Kamu mülkiyeti olan firmalara ait kukla değişkeninin etkileşiminin kullanıldığı regresyon sonuçları anlamlı bilgi içermediğinden dolayı bunlara ait tahminler rapor edilmemiştir.

Modelin firmaya özel kontrol edilemeyen değişkenlerinin rastsal veya sabit olarak belirlendiğini anlamak için Hausman testi yapılmıştır. Bu çerçevede, rastsal ve sabit etkiler yöntemleriyle tahmin edilen katsayıların sistematik olarak birbirinden farklı olmadıkları hipotezi red edilmiştir. Bu nedenle, daha tutarlı olan sabit etkiler modelinin katsayıları rapor edilmiştir.

IV.1.iii Tahmin Sonuçları

Bu bölümde imalat sanayii ve servisler sektörlerinde bulunan firmalar için yapılan ekonometrik tahmin sonuçları ayrı ayrı tartışılmıştır. İki sektör için de aynı ampirik çerçeve kullanılmıştır. Bilim ve teknoloji yoğun üretim yapan firmalar yalnız imalat sanayii içinde kapsandığı için bu firmalara ait ekonometrik tahminler imalat sanayii kısmında verilmiştir. Tahmin sonuçları imalat sanayii firmaları için Tablo 8-15’de, hizmetler sektöründe bulunan firmalar için Tablo 16-23’de verilmiştir.

IV.1.iii.a İmalat Sanayii Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları

Denklem (2) için elde edilen tahminlere göre, yukarıda ayrıntıları verilen firmaya özel değişkenlerden karlılık, ihracat payının, istihdam ve sermaye-emek oranının firma satışlarını önemli derece pozitif yönde etkilediği Tablo 8-11’in ikinci kolonlarından görülmektedir. Benzer sonuçlar firma gruplarının mali yapı ve mali derinlik değişkenleriyle etkileşiminin kullanıldığı denklem (3)’ün tahminlerinden de elde edilmiştir (Tablo 8-11’in ikinci kolonları dışındaki tahminler). Bu sonuçlar, firmanın karlılığının, dışa açıklığının, sermaye yoğunluğunun ve büyüklüğünün firma satışlarını firmaya özgü diğer özelliklerinden bağımsız olarak olumlu etkilediğini göstermektedir. Ayrıca, bütün tahminlerde *GDP* değişkeninin firma satışlarını olumlu etkilemesi, beklendiği üzere, firma satışlarının toplam talepteki gelişmelere duyarlı olduğunu göstermektedir.

Mali derinlik göstergesi olarak kullandığımız özel sektöre açılan banka kredilerinin *GSYİH* içindeki yüzde payı (*MBLOAN*) bütün firmalar dikkate alındığında (Tablo 8-11’in ikinci kolonları) firma satışlarını genellikle pozitif yönde etkilediği gözlenmiştir. Bu değişkenin katsayısı, ticari borçların toplam bilanço içerisindeki payı denkleme dahil edildiğinde anlamlılığını yitirmektedir (Tablo 10). Mali derinlik göstergesinin küçük, bilim ve teknoloji yoğun firmaların kukla değişkenleriyle etkileşimine bakıldığında bu katsayıların önemli ölçüde negatif olduğu görülmektedir. Bu sonuç, bu gruplardaki firmaların mali derinliğin gelişmesinden olumlu yönde etkilenmediklerini göstermektedir. Mali derinlik değişkeninin büyük firma kuk-

la değişkeniyle etkileşiminden elde edilen katsayı bütün tahminlerde anlamlı ve pozitif olduğu gözlenmiştir. Bu sonuç, mali piyasalardaki derinleşmeden daha çok büyük firmaların faydalanabildiğini göstermektedir.

Ayrıca, 2001 yılında yaşanan krizin etkisini ölçmek üzere kullandığımız mali derinlik göstergesinin kriz kukla değişkeniyle etkileşimini gösteren değişkenin katsayısı genellikle negatif ve anlamlı olarak tahmin edilmiştir. Bu sonuç, krizin, kredi hacmini daraltmak yoluyla firmaların mali kaynaklara ulaşmasını zorlaştırdığı ve böylece firma satışlarını olumsuz yönde etkilediğini düşündürmektedir.

Firmaların mali yapılarını yansıtan ve yukarıda belirtilen dört farklı değişken için tahminler ayrı ayrı yapılmıştır. Bunlardan birincisi, firmaların kullandığı banka kredilerinin bankacılık sisteminin kredi hacmi içindeki yüzde payına (*BLOSH*) ait katsayı pozitif ve anlamlı olarak tahmin edilmiştir (Tablo 8). Genel olarak, firmaların bankacılık sisteminden aldıkları pay arttıa satışlarındaki büyüme hızlanmaktadır. Firma grupları dikkate alındığında, genç firmaların bankacılık sisteminden aldıkları paylarını artırmaları, büyümelerini önemli ölçüde hızlandırırken, bilim ve teknoloji yoğun firmalar için bu gözlemin tersi geçerlidir. Bu sonuç, bilim ve teknoloji yoğun sektörlerdeki firmaların banka kredilerini etkin bir şekilde kullanamadıklarını göstermektedir. Borsada işlem gören firmalar için de bu katsayı anlamlı ve negatif olarak tahmin edilmiştir. Borsa firmalarının banka kredi paylarını artırmaları bu firmaların büyümelerine yansımamaktadır. Kriz döneminde banka kredisi payını artıran firmalar satış büyümelerini olumlu yönde etkilemişlerdir. Büyük, yabancı ortaklığı olan firmaların 2001 krizini daha hafif atlatmalarında, bu firmaların banka kredileri paylarını artırmalarının etkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo 8: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,092*** (10,33)	0,091*** (10,25)	0,092*** (10,39)	0,091*** (10,28)	0,091*** (10,27)	0,092*** (10,35)	0,091*** (10,28)	0,091*** (10,28)
EXPSHA	0,001*** (4,65)	0,001*** (4,52)	0,001*** (4,67)	0,001*** (4,61)	0,001*** (4,60)	0,001*** (4,70)	0,001*** (4,62)	0,001*** (4,64)
PROFITA	0,007*** (19,35)	0,007*** (19,48)	0,007*** (19,27)	0,007*** (19,45)	0,007*** (19,27)	0,007*** (19,21)	0,007*** (19,35)	0,007*** (19,38)
LTALAB	0,016*** (2,85)	0,017*** (2,91)	0,017*** (2,94)	0,017*** (2,95)	0,016*** (2,78)	0,017*** (2,92)	0,016*** (2,82)	0,016*** (2,77)
GDP	0,006*** (6,81)	0,006*** (6,70)	0,006*** (6,76)	0,006*** (6,73)	0,006*** (6,83)	0,006*** (6,81)	0,006*** (6,80)	0,004*** (4,31)
MBLOAN	0,005** (2,36)	0,010*** (4,36)	0,003 (1,42)	0,002 (0,89)	0,003 (1,38)	0,008*** (3,83)	0,005** (2,36)	0,005** (2,54)
MBLOAN*DUM		-0,013*** (5,36)	0,004 (1,51)	0,014*** (4,62)	0,003 (1,46)	-0,015*** (5,31)	0,001 (0,28)	-0,002** (2,33)
BLOSH	0,142*** (5,26)	0,150*** (5,52)	0,151*** (5,32)	0,043 (0,57)	0,083** (2,46)	0,184*** (6,50)	0,160*** (5,55)	0,127*** (4,64)
BLOSH*DUM		-0,132 (0,73)	-0,097 (1,11)	0,121 (1,50)	0,163*** (2,94)	-0,434*** (4,80)	-0,130* (1,79)	0,147*** (3,09)
SABİT	-0,669*** (9,62)	-0,663*** (9,54)	-0,671*** (9,64)	-0,667*** (9,59)	-0,663*** (9,54)	-0,673*** (9,69)	-0,667*** (9,59)	-0,659*** (9,48)
R²	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 20385, Firma Sayısı: 3900

Mali yapıyı gösteren değişkenlerden firmaların banka kredilerinin toplam bilançoları içindeki payı (*RTBLO*) tahminlerde kullanıldığında bu değişkenin yüzde 10'luk anlamlılık derecesinde firma büyümesini olumlu yönde etkilediği gözlenmiştir (Tablo 9). Bu değişkenin firma grup kukla değişkenleri etkileşiminden elde edilen katsayılar genellikle anlamlı olmadığı gözlenmektedir. Bu değişken küçük firmaların büyümesini negatif yönde etkilerken kriz zamanında firmaların büyümesini pozitif yönde etkilemiştir. Bu tahminler, banka kredilerinin firma bilançoları içindeki payının artmasının firma büyümesine katkısının kısıtlı olduğunu göstermektedir. Ancak, yukarıda anlatılan tahminlerde firmaların bankacılık sektörü kredilerinden aldığı payların büyüme açısından önemli olduğu gözlenmiştir.

Tablo 9: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTBLO

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,068*** (7,12)	0,068*** (7,15)	0,068*** (7,15)	0,067*** (7,05)	0,068*** (7,13)	0,068*** (7,17)	0,067*** (7,10)	0,067*** (7,07)
EXPSHA	0,001*** (3,28)	0,001*** (3,16)	0,001*** (3,24)	0,001*** (3,21)	0,001*** (3,29)	0,001*** (3,23)	0,001*** (3,23)	0,001*** (3,22)
PROFITA	0,007*** (16,47)	0,008*** (16,64)	0,007*** (16,49)	0,008*** (16,61)	0,007*** (16,39)	0,007*** (16,47)	0,007*** (16,47)	0,007*** (16,57)
LTALAB	0,015** (2,44)	0,016*** (2,60)	0,015** (2,47)	0,015** (2,48)	0,015** (2,42)	0,016** (2,55)	0,015** (2,42)	0,015** (2,44)
GDP	0,005*** (5,13)	0,005*** (5,10)	0,005*** (5,12)	0,005*** (5,11)	0,005*** (5,17)	0,005*** (5,14)	0,005*** (5,10)	0,004*** (3,78)
MBLOAN	0,006*** (2,92)	0,010*** (4,52)	0,005** (2,27)	0,003 (1,45)	0,004 (1,63)	0,009*** (4,31)	0,006*** (2,86)	0,006*** (3,04)
MBLOAN*DUM		-0,012*** (4,60)	0,002 (0,71)	0,013*** (4,40)	0,004* (1,84)	-0,015*** (5,04)	0,002 (0,45)	-0,003*** (3,19)
RTBLO	0,000* (1,71)	0,001** (2,39)	0,000 (0,43)	0,000 (1,23)	0,001* (1,90)	0,001* (1,66)	0,001* (1,93)	0,000 (0,91)
RTBLO*DUM		-0,001* (1,71)	0,001 (1,50)	0,000 (0,57)	-0,001 (0,94)	-0,000 (0,25)	-0,002 (1,31)	0,002*** (4,43)
SABİT	-0,565*** (7,65)	-0,570*** (7,71)	-0,567*** (7,68)	-0,563*** (7,62)	-0,564*** (7,64)	-0,573*** (7,76)	-0,563*** (7,62)	-0,557*** (7,55)
R²	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 17430, Firma Sayısı: 3788

Diğer bir mali yapı göstergesi olan kısa dönemli ticari borçların firma bilançoları içindeki payının (*RTCRED*) firmaların büyümesini önemli ölçüde pozitif yönde etkilediği ve bu değişkenin katsayısının *RTBLO*'ya oranla oldukça büyük olduğu tahmin edilmiştir (Tablo 10). Bu sonuç, ticari borçların bir dış finansman kaynağı olarak firma büyümesini banka kredilerine oranla daha fazla etkilediğini göstermektedir. Türkan (2004) ticari borçların ekonomik faaliyetlere etkisini "resmi olmayan kredi kanalı" olarak adlandırmaktadır. Türkiye'de bankacılık sisteminin yeterince etkin olmaması ve piyasaya dayalı doğrudan finansman şeklinin (tahvil ve hisse senedi) gelişmemesi, ticari borçlar önemli bir finansman kaynağı haline getirmiştir. *RTCRED*'in firma grupları kukla değişkenleri ile etkileşimine baktığımızda, küçük firmaların bu yapıdan önemli bir katkı sağlamadığı ilgili etkileşim değişkeninin katsayısının negatif ve anlamlı olmasından anlaşılmaktadır. Diğer yandan, orta ölçekli,

genç, bilim ve teknoloji yoğun firmalara ait etkileşim değişkenlerinin katsayıları pozitif ve anlamlıdır. Bu durum, ticari borçların finansman bulmakta zorluk çeken özellikle orta ölçekli, bilim ve teknoloji yoğun firmaları desteklemesi açısından kayda değerdir. Ancak, banka kredilerinde olduğu gibi ticari borçlar da küçük firmaların performanslarını olumlu yönde etkilememektedir. Kriz döneminde banka kredilerinin firmalara sağladığı desteğe paralel olarak ticari borçların payındaki artış da firmaların büyümesini olumlu yönde etkilemiştir. Uzun yıllar süren istikrarsız ekonomik ortama tepki olarak geliştiğini düşündüğümüz bu yapı (ticari borçların önemli olduğu bir mali sistem) içerisinde banka ve ticari borçların küçük firmaları yeterince destekleyememesi sistem açısından önemli bir sorun teşkil etmektedir.

Tablo 10: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: RTCRED

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,094*** (10,72)	0,094*** (10,66)	0,094*** (10,73)	0,093*** (10,61)	0,095*** (10,75)	0,095*** (10,80)	0,094*** (10,72)	0,094*** (10,70)
EXPSHA	0,001*** (4,60)	0,001*** (4,48)	0,001*** (4,58)	0,001*** (4,52)	0,001*** (4,60)	0,001*** (4,58)	0,001*** (4,60)	0,001*** (4,65)
PROFITA	0,007*** (20,34)	0,008*** (20,52)	0,007*** (20,33)	0,008*** (20,49)	0,007*** (20,24)	0,007*** (20,35)	0,007*** (20,33)	0,007*** (20,33)
LTALAB	0,020*** (3,52)	0,021*** (3,66)	0,020*** (3,58)	0,020*** (3,55)	0,020*** (3,51)	0,021*** (3,64)	0,020*** (3,53)	0,020*** (3,55)
GDP	0,006*** (6,91)	0,006*** (6,81)	0,006*** (6,88)	0,006*** (6,86)	0,006*** (6,93)	0,006*** (6,96)	0,006*** (6,91)	0,005*** (4,63)
MBLOAN	0,003 (1,35)	0,008*** (3,53)	0,001 (0,42)	-0,000 (0,05)	0,002 (0,67)	0,006*** (2,69)	0,003 (1,35)	0,003 (1,57)
MBLOAN*DUM		-0,013*** (5,63)	0,004* (1,72)	0,013*** (4,68)	0,003 (1,08)	-0,013*** (4,53)	-0,000 (0,06)	-0,003*** (2,78)
RTCRED	0,005*** (16,08)	0,005*** (13,04)	0,004*** (11,16)	0,005*** (15,39)	0,004*** (9,36)	0,004*** (13,13)	0,005*** (16,02)	0,005*** (15,02)
RTCRED*DUM		-0,001** (2,53)	0,002*** (3,12)	-0,000 (0,56)	0,001** (2,46)	0,002*** (3,08)	-0,000 (0,12)	0,001** (2,42)
SABİT	-0,758*** (10,91)	-0,758*** (10,92)	-0,760*** (10,94)	-0,753*** (10,84)	-0,757*** (10,90)	-0,769*** (11,07)	-0,758*** (10,91)	-0,752*** (10,83)
R²	0,07	0,08	0,08	0,08	0,07	0,08	0,07	0,07

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 20385, Firma Sayısı: 3900

Ticari borç niteliği olan ortaklardan, iştiraklerden ve diğer ilişkilerden elde edilen kredilerin toplam bilanço içindeki payının (*ROSTD*) artmasının etkisinin, ticari borçlarda olduğu kadar güçlü olmamakla (daha küçük katsayılar) birlikte, firma büyümesini olumlu yönde etkilediği tahmin edilmiştir (Tablo 11). Bu tür kredilerin özellikle bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyümesine önemli derece katkıda bulunduğu gözlenmektedir. Yüksek katma değer üreten ve bu nedenle uluslararası rekabet ve sürdürülebilir büyüme açısından önemli olan bilim ve teknoloji yoğun firmaların performansını belirleyen mali kaynağın ilişkili olan firmalardan karşılanması mali sistemin ve ekonominin önemli diğer bir sorunudur. Zira, bu yapı piyasaya girmek isteyen bilim ve teknoloji yoğun firmaların mevcut firmalarla rekabet etmesini desteklemekten uzaktır. Bu alanda piyasaya girmek isteyen firmaların projelerini değerlendirmek ve desteklemek üzere mali sistemin yeniden düzenlenmesi sürdürülebilir büyüme açısından önemlidir. Bu çerçevede risk sermayesi, faktöring, leasing gibi alternatif finansman yöntemleri sektör spesifik olarak ele alınabilir.

Firma gruplarının tüm değişkenlerle etkileşimi kullanılarak yapılan model (4)'e ait tahmin sonuçları, yukarıda tartışılan model (3)'ün tahmin sonuçlarını büyük ölçüde desteklemektedir (Tablo 12-15). Yapılan tahminler firmaya özel değişkenlerin (*LEMP*, *EXPSHA*, *PROFITTA*, *LTALAB*) firma gruplarıyla etkileşiminden elde edilen katsayıların firma gruplarına göre farklılaştığını göstermektedir. Söz konusu değişkenlerin katsayıları model (3)'teki tahminlerde olduğu gibi genellikle pozitif olarak tahmin edilmiştir. Genç, bilim ve teknoloji yoğun üretim yapan firmaların istihdamlarındaki artışın firmaların satış büyümelerini, *ROSTD*'nin mali yapı göstergesi olarak kullanıldığı regresyon hariç, olumlu yönde etkilediği tahmin edilmiştir. Ayrıca, bütün regresyonlarda istihdam değişkeninin kriz dönemine ait etkileşim değişkeninin katsayılarının da pozitif ve anlamlı olduğu gözlenmektedir.

Tablo 11: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: ROSTD

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,078*** (7,58)	0,076*** (7,46)	0,078*** (7,59)	0,077*** (7,46)	0,078*** (7,61)	0,079*** (7,68)	0,078*** (7,58)	0,077*** (7,54)
EXPSHA	0,001*** (4,74)	0,001*** (4,56)	0,001*** (4,72)	0,001*** (4,65)	0,001*** (4,73)	0,001*** (4,67)	0,001*** (4,74)	0,001*** (4,70)
PROFITA	0,007*** (16,79)	0,007*** (16,89)	0,007*** (16,76)	0,007*** (16,94)	0,007*** (16,71)	0,007*** (16,85)	0,007*** (16,79)	0,007*** (16,81)
LTALAB	0,014** (2,10)	0,014** (2,08)	0,014** (2,09)	0,014** (2,12)	0,014** (2,08)	0,015** (2,21)	0,014** (2,10)	0,014** (2,08)
GDP	0,007*** (6,20)	0,006*** (6,05)	0,006*** (6,18)	0,006*** (6,14)	0,007*** (6,21)	0,007*** (6,22)	0,007*** (6,20)	0,004*** (3,49)
MBLOAN	0,006** (2,52)	0,011*** (4,53)	0,004 (1,47)	0,002 (1,04)	0,004 (1,47)	0,008*** (3,61)	0,006** (2,51)	0,006*** (2,73)
MBLOAN*DUM		-0,015*** (5,61)	0,005* (1,72)	0,013*** (4,34)	0,004 (1,56)	-0,013*** (4,06)	-0,000 (0,02)	-0,001 (0,84)
ROSTD	0,001*** (2,76)	0,001 (1,51)	0,001** (2,53)	0,001*** (2,66)	0,002*** (2,76)	0,001 (1,18)	0,001*** (2,76)	0,001*** (3,49)
ROSTD*DUM		0,000 (0,33)	-0,000 (0,38)	0,001 (0,34)	-0,001 (1,22)	0,003*** (3,03)	-0,000 (0,02)	-0,002*** (3,04)
SABİT	-0,624*** (7,67)	-0,611*** (7,51)	-0,622*** (7,65)	-0,617*** (7,59)	-0,624*** (7,67)	-0,633*** (7,79)	-0,624*** (7,67)	-0,617*** (7,59)
R²	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 16054, Firma Sayısı: 3746

İhracat payı değişkenine ait etkileşim katsayıları, *BLOSH* ve *RTCRED*'in mali yapı göstergesi olarak kullanıldığı regresyonlarda küçük firmalar ve kriz dönemi için pozitif, büyük ve genç firmalar için negatif ve anlamlı olduğu tahmin edilmiştir. Bu katsayının bilim ve teknoloji yoğun firmalar için *RTBLO*'nun kullanıldığı tahminde pozitif ve anlamlı olduğu gözlenmiştir. Tahminler ihracat performansındaki olumlu gelişmenin küçük, bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyümesini olumlu etkilediğini ve kriz dönemlerinde ihracatını artıran firmaların büyümeye devam ettiklerini göstermektedir. Regresyon sonuçları, karlılık değişkenine ait etkileşim katsayılarının küçük, orta ve genç firmalar için pozitif, büyük firmalar için negatif olduğunu göstermektedir. İlk gruptaki firmaların karlılıklarını arttırmasının, büyüme performansları açısından önemli olduğu görülmektedir. Sermaye yoğunluğuna ait etkileşim değişkenlerine ait katsayıları alternatif regresyonlarda anlamlılık açısından farklılıklar

göstermekle birlikte işaretlerin aynı yönde olduğu tahmin edilmiştir. Küçük, orta ve bilim ve teknoloji yoğun firmalara ait etkileşim değişkenlerinin katsayıları pozitif ve genellikle anlamlı iken, büyük firmalara ait katsayılar anlamlı ve negatiftir. Yapılan tahminlerin tümünde, küçük, bilim ve teknoloji yoğun firmalara ait kukla değişkenlerinin GDP ile etkileşim katsayıları pozitif ve anlamlı, büyük firmalara ait etkileşim katsayıları negatif ve anlamlı olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç büyük firmaların küçük, bilim ve teknoloji yoğun firmalara oranla daha az ölçüde talep gelişmelerine duyarlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 12: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,086*** (7,37)	0,097*** (8,18)	0,091*** (9,55)	0,060*** (4,62)	0,079*** (8,07)	0,092*** (10,32)	0,085*** (9,44)
LEMP*DUM	0,009 (0,48)	-0,016 (0,90)	-0,014 (0,56)	0,054*** (3,03)	0,065*** (2,86)	-0,043 (1,09)	0,030*** (3,32)
EXPSHA	0,001* (1,89)	0,001*** (4,00)	0,002*** (5,22)	0,002*** (4,75)	0,001*** (3,87)	0,001*** (4,63)	0,001*** (3,10)
EXPSHA*DUM	0,002*** (2,96)	-0,000 (0,90)	-0,002*** (2,80)	-0,001** (2,29)	0,001 (1,35)	-0,001 (0,58)	0,003*** (7,70)
PROFITA	0,007*** (14,18)	0,007*** (14,74)	0,008*** (18,35)	0,006*** (12,37)	0,007*** (16,59)	0,007*** (19,31)	0,007*** (17,44)
PROFITA*DUM	0,002** (2,02)	0,001* (1,85)	-0,003*** (3,60)	0,004*** (5,10)	0,000 (0,53)	-0,003 (1,31)	0,001 (1,08)
LTALAB	0,010 (1,15)	0,026*** (3,66)	0,014** (2,28)	0,009 (1,03)	0,023*** (3,67)	0,016*** (2,74)	0,015*** (2,59)
LTALAB*DUM	0,012 (1,09)	-0,027** (2,25)	0,023 (1,29)	0,013 (1,10)	-0,034** (2,34)	0,037 (1,17)	-0,004 (0,52)
GDP	0,004*** (4,01)	0,006*** (5,77)	0,007*** (7,44)	0,007*** (6,17)	0,004*** (4,02)	0,006*** (6,74)	0,004*** (4,26)
GDP*DUM	0,004*** (2,63)	-0,000 (0,22)	-0,006*** (3,39)	-0,001 (0,95)	0,011*** (5,81)	-0,000 (0,11)	- -
MBLOAN	0,008*** (3,24)	0,003 (1,29)	0,003 (1,57)	0,004* (1,66)	0,005** (2,30)	0,005** (2,31)	0,005** (2,51)
MBLOAN*DUM	-0,008** (2,42)	0,004 (1,18)	0,005 (1,24)	0,002 (0,56)	-0,001 (0,13)	0,004 (0,44)	-0,010*** (4,30)
BLOSH	0,151*** (5,50)	0,144*** (5,08)	0,055 (0,73)	0,080** (2,39)	0,184*** (6,50)	0,159*** (5,48)	0,141*** (5,15)
BLOSH*DUM	-0,148 (0,82)	-0,044 (0,49)	0,097 (1,19)	0,174*** (3,11)	-0,432*** (4,74)	-0,145* (1,88)	0,073 (1,42)
SABİT	-0,633*** (8,82)	-0,653*** (9,35)	-0,651*** (8,94)	-0,630*** (8,94)	-0,672*** (9,69)	-0,666*** (9,55)	-0,612*** (8,77)
R²	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	0,06	0,07

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 20385, Firma Sayısı: 3900

**Tablo 13: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi, Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTBLO**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,061*** (5,17)	0,081*** (6,22)	0,065*** (6,31)	0,044*** (3,12)	0,053*** (5,14)	0,068*** (7,11)	0,063*** (6,56)
LEMP*DUM	0,015 (0,75)	-0,029 (1,55)	0,004 (0,16)	0,043** (2,28)	0,079*** (3,19)	-0,031 (0,77)	0,020** (2,18)
EXPSHA	0,000 (1,40)	0,001** (1,96)	0,001*** (4,31)	0,002*** (3,84)	0,000 (1,52)	0,001*** (3,25)	0,000* (1,73)
EXPSHA*DUM	0,001** (2,06)	0,000 (0,56)	-0,002*** (3,55)	-0,001** (2,22)	0,002*** (3,60)	-0,001 (0,64)	0,003*** (7,88)
PROFITA	0,006*** (11,32)	0,007*** (11,97)	0,008*** (16,68)	0,006*** (9,84)	0,007*** (13,96)	0,008*** (16,50)	0,007*** (14,47)
PROFITA*DUM	0,003*** (3,23)	0,001 (1,11)	-0,004*** (4,04)	0,003*** (3,81)	0,001 (0,63)	-0,004* (1,69)	0,001 (1,12)
LTALAB	0,016** (1,98)	0,022*** (2,83)	0,010 (1,47)	0,006 (0,72)	0,020*** (2,96)	0,014** (2,33)	0,014** (2,24)
LTALAB*DUM	-0,003 (0,24)	-0,018 (1,44)	0,034** (1,97)	0,015 (1,20)	-0,024 (1,55)	0,032 (0,99)	0,001 (0,11)
GDP	0,003** (2,56)	0,005*** (4,39)	0,006*** (6,02)	0,006*** (5,13)	0,003** (2,49)	0,005*** (5,05)	0,004*** (3,68)
GDP*DUM	0,005*** (3,27)	-0,001 (0,37)	-0,007*** (3,68)	-0,002 (1,45)	0,012*** (6,08)	-0,000 (0,07)	- -
MBLOAN	0,007*** (3,19)	0,005** (2,16)	0,005** (2,29)	0,005** (2,14)	0,006*** (2,74)	0,006*** (2,80)	0,006*** (3,01)
MBLOAN*DUM	-0,004 (1,35)	0,001 (0,38)	0,003 (0,83)	0,001 (0,47)	0,001 (0,21)	0,004 (0,45)	-0,010*** (4,03)
RTBLO	0,001** (2,06)	0,000 (0,19)	0,000 (1,34)	0,000 (1,21)	0,001* (1,91)	0,001* (1,92)	0,000 (1,42)
RTBLO*DUM	-0,001 (1,55)	0,001* (1,81)	-0,000 (0,39)	-0,000 (0,02)	-0,001 (0,78)	-0,002 (1,49)	0,001 (1,09)
SABİT	-0,551*** (7,31)	-0,566*** (7,65)	-0,561*** (7,33)	-0,538*** (7,19)	-0,578*** (7,84)	-0,561*** (7,57)	-0,519*** (7,01)
R²	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 17430, Firma Sayısı: 3788

**Tablo 14: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi,Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTCRED**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,099*** (8,71)	0,098*** (8,18)	0,088*** (9,32)	0,065*** (5,03)	0,083*** (8,51)	0,095*** (10,75)	0,086*** (9,62)
LEMP*DUM	-0,014 (0,80)	-0,010 (0,59)	0,017 (0,68)	0,052*** (2,96)	0,060*** (2,67)	-0,050 (1,28)	0,040*** (4,56)
EXPSHA	0,001** (2,06)	0,001*** (3,95)	0,001*** (4,99)	0,002*** (4,74)	0,001*** (3,83)	0,001*** (4,63)	0,001*** (3,15)
EXPSHA*DUM	0,001*** (2,66)	-0,000 (0,90)	-0,002** (2,52)	-0,001** (2,28)	0,001 (1,26)	-0,001 (0,74)	0,002*** (7,24)
PROFITA	0,007*** (15,14)	0,007*** (15,08)	0,009*** (19,65)	0,006*** (12,93)	0,007*** (17,12)	0,008*** (20,28)	0,007*** (18,20)
PROFITA*DUM	0,002** (2,32)	0,002** (2,46)	-0,003*** (4,29)	0,004*** (5,38)	0,001 (1,64)	-0,003 (1,29)	0,001 (1,46)
LTALAB	0,023*** (2,85)	0,027*** (3,75)	0,014** (2,36)	0,010 (1,21)	0,027*** (4,36)	0,020*** (3,44)	0,018*** (3,13)
LTALAB*DUM	-0,006 (0,49)	-0,018 (1,53)	0,044** (2,53)	0,018 (1,55)	-0,035** (2,41)	0,034 (1,08)	0,005 (0,63)
GDP	0,005*** (4,15)	0,006*** (5,74)	0,007*** (7,64)	0,007*** (6,24)	0,004*** (4,19)	0,006*** (6,87)	0,005*** (4,55)
GDP*DUM	0,004*** (2,64)	-0,000 (0,02)	-0,007*** (3,57)	-0,001 (0,95)	0,010*** (5,64)	-0,001 (0,21)	- -
MBLOAN	0,006** (2,44)	0,001 (0,30)	0,001 (0,68)	0,002 (1,00)	0,003 (1,21)	0,003 (1,27)	0,003 (1,57)
MBLOAN*DUM	-0,008** (2,57)	0,004 (1,41)	0,004 (1,08)	0,001 (0,22)	0,001 (0,38)	0,005 (0,56)	-0,016*** (6,11)
RTCRED	0,005*** (12,83)	0,004*** (11,04)	0,005*** (15,60)	0,004*** (8,99)	0,004*** (13,05)	0,005*** (16,00)	0,004*** (14,51)
RTCRED*DUM	-0,001** (2,29)	0,002*** (3,25)	-0,001 (0,95)	0,002*** (3,03)	0,002*** (3,29)	0,000 (0,05)	0,002*** (3,30)
SABİT	-0,759*** (10,62)	-0,748*** (10,73)	-0,766*** (10,56)	-0,721*** (10,24)	-0,765*** (11,02)	-0,755*** (10,83)	-0,686*** (9,83)
R²	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,07	0,08

Parantez içindekiler sayılar t istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 20097, Firma Sayısı: 3888

**Tablo 15: Tahmin Sonuçları: İmalat Sanayi,Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: ROSTD**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEMP	0,089*** (6,88)	0,083*** (5,97)	0,066*** (5,84)	0,061*** (4,08)	0,070*** (6,18)	0,078*** (7,61)	0,070*** (6,82)
LEMP*DUM	-0,034 (1,62)	-0,014 (0,68)	0,048* (1,76)	0,028 (1,38)	0,040 (1,53)	-0,040 (1,03)	0,032*** (3,17)
EXPSHA	0,001*** (3,66)	0,001** (2,27)	0,002*** (5,25)	0,001*** (2,91)	0,001*** (3,60)	0,002*** (4,80)	0,001*** (3,18)
EXPSHA*DUM	0,000 (0,15)	0,001* (1,75)	-0,002*** (2,69)	0,000 (0,31)	0,001 (1,55)	-0,002 (0,93)	0,003*** (7,83)
PROFITA	0,006*** (13,04)	0,006*** (12,17)	0,008*** (16,09)	0,006*** (10,89)	0,007*** (14,95)	0,007*** (16,74)	0,006*** (14,79)
PROFITA*DUM	0,002** (2,19)	0,002*** (2,66)	-0,003*** (3,85)	0,004*** (4,69)	-0,000 (0,08)	-0,003 (1,37)	0,002* (1,86)
LTALAB	0,024*** (2,66)	0,018** (2,08)	0,006 (0,80)	0,009 (0,92)	0,021*** (2,83)	0,014** (2,02)	0,013* (1,91)
LTALAB*DUM	-0,023* (1,69)	-0,010 (0,73)	0,052*** (2,79)	0,009 (0,66)	-0,033* (1,88)	0,032 (1,01)	-0,003 (0,40)
GDP	0,005*** (4,22)	0,006*** (4,96)	0,008*** (6,66)	0,008*** (5,88)	0,004*** (3,98)	0,006*** (6,11)	0,004*** (3,42)
GDP*DUM	0,003* (1,74)	0,000 (0,26)	-0,005*** (2,62)	-0,002 (1,33)	0,010*** (4,70)	-0,000 (0,01)	- -
MBLOAN	0,009*** (3,65)	0,003 (1,16)	0,004 (1,61)	0,005* (1,79)	0,006** (2,33)	0,005** (2,42)	0,006*** (2,69)
MBLOAN*DUM	-0,011*** (3,06)	0,005 (1,54)	0,006 (1,38)	0,001 (0,32)	0,001 (0,15)	0,004 (0,42)	-0,012*** (4,14)
ROSTD	0,001 (1,50)	0,001** (2,40)	0,001*** (2,84)	0,001** (2,48)	0,000 (1,13)	0,001*** (2,79)	0,001*** (2,89)
ROSTD*DUM	0,000 (0,38)	-0,000 (0,14)	0,000 (0,02)	-0,001 (0,77)	0,003*** (3,09)	-0,000 (0,07)	-0,000 (0,18)
SABİT	-0,641*** (7,71)	-0,612*** (7,51)	-0,653*** (7,74)	-0,593*** (7,16)	-0,629*** (7,74)	-0,621*** (7,61)	-0,561*** (6,88)
R²	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Parantez içindekiler sayılar t istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 16054, Firma Sayısı: 3746

IV.1.iii.b Hizmetler Sektörü Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları

Bu bölümde, imalat sanayii firmaları için yapılan tahminler hizmetler sektöründeki firmalar için de tekrar edilmiştir. Hizmetler sektöründeki firmaların büyümesinde, beklendiği üzere, ihracat payının önemli olmadığı, diğer firmaya özel değişkenlerin daha önemli olduğu tahmin edilmiştir (Tablo 16-19). Ancak, firma gruplarının etkileşimlerinin kullanıldığı regresyonlarda küçük firmalara ait katsayılar pozitif, orta ölçekli firmalara ait katsayılar ise negatif olarak tahmin edilmiştir (Tablo 20-23). Ayrıca, imalat sanayii firmaları için yapılan regresyonlarda olduğu gibi kriz dönemi etkileşim katsayısının işareti pozitif ve anlamlı olarak tahmin edilmiştir. Bu sonuç ihracat performansını artıran firmaların krizlerden daha az etkilenebileceğini ima etmektedir. Firma gruplarına ait kukla değişkenlerinin *GDP* ile etkileşiminden elde edilen katsayıların, genç firmalar hariç, genellikle anlamlı olmaması hizmetler sektöründe firma farklılığının talep değişimlerine çok duyarlı olmadığını göstermektedir.

Bu sektörlerdeki firmaların büyümesinin *RTCRED* hariç diğer mali yapı ve mali derinlik göstergelerine önemli ölçüde duyarlı olmadığı tahmin edilmiştir. Firma gruplarının etkileşiminden elde edilen değişkenlerin katsayılarına baktığımızda; mali derinleşmenin küçük firmalar açısından bir olumsuzluk taşıdığı gözlenmiştir. Küçük ve orta ölçekli firmaların sistemden aldıkları kredi paylarının artmasının bu firmaların performansını olumlu yönde etkilediği gözlenirken, banka kredilerinin bilanço içindeki paylarının artması, küçük firmalar için olumsuz bir durum olarak tahmin edilmiştir. İmalat sanayii firmaları için yapılan tahminlerde olduğu gibi ticari borç payının artmasının, firmaların büyümesini genel olarak olumlu yönde etkilediği gözlenmektedir. Ancak, küçük firmalara ait etkileşim değişkeninin katsayısının negatif olarak tahmin edilmesi, ticari borçların bütün firma gruplarını aynı yönde pozitif etkilemediğini göstermektedir.

Tablo 16: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim; Mali Yapı Göstergesi: BLOSH

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,134*** (8,43)	0,133*** (8,35)	0,134*** (8,41)	0,133*** (8,35)	0,134*** (8,44)	0,134*** (8,44)	0,134*** (8,42)
EXPSHA	0,001 (1,42)	0,001 (1,41)	0,001 (1,43)	0,001 (1,41)	0,001 (1,41)	0,001 (1,42)	0,001 (1,41)
PROFITA	0,008*** (15,50)	0,008*** (15,52)	0,008*** (15,49)	0,008*** (15,53)	0,008*** (15,51)	0,008*** (15,51)	0,008*** (15,51)
LTALAB	0,054*** (5,29)	0,054*** (5,26)	0,054*** (5,30)	0,053*** (5,24)	0,054*** (5,30)	0,054*** (5,30)	0,054*** (5,29)
GDP	0,015*** (3,79)	0,015*** (3,84)	0,015*** (3,82)	0,015*** (3,80)	0,015*** (3,80)	0,015*** (3,78)	-0,000 (0,09)
MBLOAN	0,028 (0,52)	0,041 (0,76)	0,027 (0,51)	0,027 (0,52)	0,030 (0,56)	0,028 (0,52)	0,038 (0,69)
MBLOAN*DUM	- -	-0,014** (2,24)	-0,004 (0,05)	0,010 (1,02)	-0,003 (0,45)	-0,007 (0,56)	-0,011*** (3,19)
BLOSH	0,021 (0,89)	0,005 (0,22)	0,021 (0,85)	0,095* (1,75)	0,017 (0,45)	0,020 (0,84)	0,014 (0,57)
BLOSH*DUM	- -	0,151* (1,95)	0,013* (1,83)	-0,091 (1,51)	0,008 (0,16)	-0,002 (0,07)	0,046 (1,21)
SABİT	-1,432 (1,29)	-1,504 (1,36)	-1,480 (1,34)	-1,445 (1,31)	-1,454 (1,31)	-1,432 (1,29)	-1,542 (1,36)
R²	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 19649, Firma Sayısı: 4069

**Tablo 17: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTBLO**

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,145*** (7,85)	0,146*** (7,88)	0,146*** (7,87)	0,146*** (7,86)	0,146*** (7,86)	0,146*** (7,86)	0,146*** (7,87)
EXPSHA	0,001 (0,86)	0,001 (0,92)	0,001 (0,92)	0,001 (0,86)	0,001 (0,84)	0,001 (0,88)	0,001 (0,84)
PROFITA	0,016*** (16,22)	0,016*** (16,31)	0,016*** (16,29)	0,016*** (16,24)	0,016*** (16,21)	0,016*** (16,22)	0,016*** (16,27)
LTALAB	0,058*** (4,81)	0,058*** (4,81)	0,058*** (4,82)	0,059*** (4,82)	0,059*** (4,83)	0,059*** (4,83)	0,059*** (4,84)
GDP	0,015*** (3,77)	0,016*** (3,89)	0,016*** (3,86)	0,015*** (3,79)	0,015*** (3,80)	0,015*** (3,77)	0,001 (0,39)
MBLOAN	0,038 (0,72)	0,057 (1,07)	0,037 (0,70)	0,038 (0,71)	0,044 (0,84)	0,038 (0,72)	0,048 (0,87)
MBLOAN*DUM	- -	-0,020*** (2,92)	0,018** (2,30)	0,014 (1,27)	-0,007 (1,09)	-0,016 (0,96)	-0,012*** (3,22)
RTBLO	-0,001 (1,15)	0,001 (0,90)	-0,001* (1,87)	-0,001 (1,10)	-0,001 (0,68)	-0,001 (1,23)	-0,001 (1,45)
RTBLO*DUM	- -	-0,003* (1,70)	0,003* (1,91)	0,000 (0,02)	-0,000 (0,11)	0,005 (0,89)	0,003* (1,89)
SABİT	-1,760 (1,60)	-1,879* (1,71)	-1,835* (1,67)	-1,784 (1,62)	-1,816* (1,65)	-1,759 (1,60)	-1,869* (1,65)
R²	0,04	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,05

Parantez içindekiler sayılar t istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 13786, Firma Sayısı: 3704

**Tablo 18: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTCRED**

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,136*** (8,45)	0,137*** (8,47)	0,136*** (8,42)	0,136*** (8,43)	0,137*** (8,46)	0,137*** (8,49)	0,136*** (8,45)
EXPSHA	0,001 (1,30)	0,001 (1,25)	0,001 (1,26)	0,001 (1,30)	0,001 (1,29)	0,001 (1,30)	0,001 (1,30)
PROFITA	0,016*** (20,81)	0,016*** (20,81)	0,016*** (20,84)	0,016*** (20,82)	0,016*** (20,82)	0,016*** (20,82)	0,016*** (20,78)
LTALAB	0,062*** (6,05)	0,062*** (6,07)	0,062*** (6,06)	0,062*** (6,04)	0,062*** (6,05)	0,062*** (6,06)	0,062*** (6,01)
GDP	0,015*** (4,07)	0,016*** (4,13)	0,016*** (4,12)	0,015*** (4,08)	0,015*** (4,08)	0,015*** (4,07)	0,001 (0,48)
MBLOAN	0,029 (0,56)	0,040 (0,76)	0,029 (0,57)	0,029 (0,55)	0,031 (0,60)	0,029 (0,56)	0,039 (0,71)
MBLOAN*DUM	- -	-0,011* (1,73)	0,008 (1,18)	0,011 (1,11)	-0,003 (0,44)	-0,013 (1,04)	-0,009** (2,50)
RTCRED	0,007*** (12,04)	0,010*** (7,62)	0,007*** (9,95)	0,007*** (11,88)	0,007*** (7,92)	0,007*** (12,04)	0,007*** (12,03)
RTCRED*DUM	- -	-0,003** (2,36)	0,004*** (2,72)	-0,001 (0,38)	-0,000 (0,14)	-0,002 (0,32)	-0,001 (1,08)
SABİT	-1,784* (1,65)	-1,864* (1,73)	-1,834* (1,70)	-1,799* (1,67)	-1,807* (1,67)	-1,784* (1,65)	-1,886* (1,70)
R²	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Parantez içindekiler sayılar t istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 18629, Firma Sayısı: 3982

**Tablo 19: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Mali Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: ROSTD**

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,145*** (7,10)	0,144*** (7,08)	0,144*** (7,08)	0,145*** (7,10)	0,145*** (7,11)	0,145*** (7,09)	0,145*** (7,11)
EXPSHA	0,000 (0,14)	0,000 (0,18)	0,000 (0,17)	0,000 (0,14)	0,000 (0,12)	0,000 (0,14)	0,000 (0,14)
PROFITA	0,017*** (16,73)	0,017*** (16,73)	0,017*** (16,71)	0,017*** (16,74)	0,017*** (16,77)	0,017*** (16,72)	0,017*** (16,72)
LTALAB	0,069*** (5,35)	0,069*** (5,34)	0,069*** (5,31)	0,070*** (5,36)	0,069*** (5,34)	0,069*** (5,35)	0,070*** (5,38)
GDP	0,014*** (3,29)	0,014*** (3,37)	0,014*** (3,35)	0,014*** (3,30)	0,014*** (3,31)	0,014*** (3,28)	0,005 (1,38)
MBLOAN	0,043 (0,79)	0,059 (1,08)	0,042 (0,77)	0,043 (0,78)	0,048 (0,87)	0,043 (0,79)	0,049 (0,86)
MBLOAN*DUM	- -	-0,018** (2,42)	0,016** (1,97)	0,011 (0,97)	-0,006 (0,78)	0,000 (0,01)	-0,005 (1,37)
ROSTD	-0,000 (0,38)	-0,004** (2,04)	0,000 (0,49)	-0,000 (0,25)	-0,002 (1,37)	-0,000 (0,38)	0,000 (0,09)
ROSTD*DUM	- -	0,005** (2,12)	-0,005** (2,04)	-0,002 (0,52)	0,003 (1,42)	0,001 (0,07)	-0,003* (1,67)
SABİT	-1,912* (1,68)	-2,012* (1,76)	-1,972* (1,73)	-1,932* (1,69)	-1,955* (1,71)	-1,912* (1,68)	-1,986* (1,70)
R²	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 13610, Firma Sayısı: 3687

**Tablo 20: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: BLOSH**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,178*** (6,88)	0,105*** (5,60)	0,140*** (8,28)	0,150*** (6,29)	0,135*** (8,46)	0,134*** (8,34)
LEMP*DUM	-0,068** (2,06)	0,088** (2,49)	0,032 (0,59)	-0,019 (0,58)	0,004 (0,04)	0,003 (0,20)
EXPSHA	-0,003** (2,24)	0,003*** (3,29)	0,001 (1,59)	0,003** (2,08)	0,001 (1,57)	0,001 (0,96)
EXPSHA*DUM	0,007*** (4,03)	-0,008*** (3,95)	-0,003 (0,95)	-0,002 (1,42)	-0,010 (1,63)	0,003*** (3,79)
PROFITA	0,019*** (14,46)	0,006*** (11,26)	0,008*** (15,03)	0,015*** (15,39)	0,008*** (15,42)	0,008*** (14,80)
PROFITA*DUM	-0,013*** (9,10)	0,014*** (8,68)	0,008** (2,31)	-0,010*** (8,49)	0,000 (0,10)	0,002 (1,53)
LTALAB	0,072*** (3,47)	0,062*** (5,46)	0,045*** (4,30)	0,078*** (5,15)	0,055*** (5,36)	0,053*** (5,15)
LTALAB*DUM	-0,020 (0,83)	-0,030 (1,17)	0,151*** (3,30)	-0,039* (1,90)	-0,036 (0,67)	0,006 (0,43)
GDP	0,013*** (2,81)	0,015*** (3,92)	0,015*** (3,80)	0,009** (2,03)	0,014*** (3,74)	0,000 (0,10)
GDP*DUM	0,003 (0,67)	-0,002 (0,58)	-0,002 (0,26)	0,009** (2,50)	0,012 (0,92)	0,107 (0,70)
MBLOAN	0,032 (0,59)	0,025 (0,46)	0,027 (0,51)	0,012 (0,23)	0,028 (0,52)	0,005 (1,03)
MBLOAN*DUM	-0,008 (0,97)	0,006 (0,72)	0,005 (0,39)	0,010 (1,32)	0,010 (0,41)	0,023 (0,44)
BLOSH	0,010 (0,42)	0,021 (0,84)	0,095* (1,75)	0,025 (0,69)	0,019 (0,79)	0,015 (0,63)
BLOSH*DUM	0,144* (1,87)	0,022 (0,25)	-0,093 (1,54)	-0,001 (0,02)	0,001 (0,02)	0,041 (1,06)
SABİT	-1,481 (1,34)	-1,414 (1,28)	-1,509 (1,36)	-1,288 (1,16)	-1,442 (1,30)	-0,866*** (6,70)
R²	0,04	0,04	0,03	0,04	0,03	0,03

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 19649, Firma Sayısı: 4069

**Tablo 21: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTBLO**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,175*** (6,08)	0,124*** (5,61)	0,156*** (7,79)	0,172*** (6,25)	0,146*** (7,87)	0,145*** (7,79)
LEMP*DUM	-0,038 (1,00)	0,067 (1,64)	0,015 (0,26)	-0,047 (1,26)	0,009 (0,06)	0,002 (0,12)
EXPSHA	-0,001 (1,04)	0,002* (1,84)	0,001 (1,04)	0,001 (0,69)	0,001 (0,96)	0,000 (0,44)
EXPSHA*DUM	0,004** (2,25)	-0,004* (1,96)	-0,003 (0,92)	-0,000 (0,14)	-0,006 (0,88)	0,004*** (3,82)
PROFITA	0,022*** (12,52)	0,013*** (11,88)	0,016*** (15,81)	0,019*** (14,23)	0,016*** (16,08)	0,016*** (15,73)
PROFITA*DUM	-0,009*** (4,30)	0,011*** (4,87)	-0,002 (0,38)	-0,007*** (3,40)	0,006 (0,57)	-0,002 (1,00)
LTALAB	0,099*** (4,22)	0,059*** (4,38)	0,045*** (3,60)	0,069*** (3,86)	0,060*** (4,92)	0,057*** (4,60)
LTALAB*DUM	-0,056** (2,04)	-0,006 (0,19)	0,168*** (3,54)	-0,018 (0,73)	-0,050 (0,81)	0,019 (1,11)
GDP	0,013*** (2,62)	0,017*** (3,99)	0,015*** (3,68)	0,010** (2,19)	0,015*** (3,78)	0,002 (0,64)
GDP*DUM	0,004 (0,83)	-0,005 (1,09)	0,002 (0,25)	0,008* (1,81)	-0,001 (0,07)	0,122 (0,81)
MBLOAN	0,046 (0,85)	0,032 (0,61)	0,038 (0,72)	0,027 (0,51)	0,038 (0,72)	0,003 (0,50)
MBLOAN*DUM	-0,014 (1,56)	0,010 (0,96)	0,012 (0,88)	0,003 (0,35)	-0,002 (0,06)	0,029 (0,54)
RTBLO	0,002 (1,16)	-0,001* (1,95)	-0,001 (1,07)	-0,001 (0,66)	-0,001 (1,26)	-0,001 (1,21)
RTBLO*DUM	-0,003* (1,94)	0,004** (2,45)	-0,001 (0,51)	-0,000 (0,33)	0,006 (0,99)	0,001 (0,52)
SABİT	-1,798 (1,63)	-1,688 (1,53)	-1,859* (1,69)	-1,571 (1,42)	-1,763 (1,60)	-0,935*** (6,47)
R²	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 13786, Firma Sayısı: 3704

**Tablo 22: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: RTCRED**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,189*** (7,32)	0,097*** (5,02)	0,144*** (8,35)	0,151*** (6,29)	0,138*** (8,52)	0,137*** (8,38)
LEMP*DUM	-0,089*** (2,66)	0,113*** (3,17)	0,033 (0,60)	-0,025 (0,77)	-0,002 (0,02)	0,002 (0,09)
EXPSHA	-0,004** (2,55)	0,003*** (3,23)	0,001 (1,51)	0,002* (1,82)	0,001 (1,44)	0,001 (0,90)
EXPSHA*DUM	0,008*** (4,29)	-0,008*** (4,14)	-0,003 (1,12)	-0,002 (1,27)	-0,008 (1,46)	0,003*** (3,39)
PROFITA	0,021*** (15,30)	0,014*** (15,64)	0,016*** (20,17)	0,017*** (15,87)	0,016*** (20,77)	0,016*** (20,14)
PROFITA*DUM	-0,007*** (4,51)	0,007*** (4,35)	0,003 (0,90)	-0,002 (1,12)	-0,006 (1,09)	-0,002 (1,27)
LTALAB	0,082*** (3,98)	0,068*** (5,98)	0,053*** (4,99)	0,081*** (5,35)	0,063*** (6,10)	0,062*** (5,91)
LTALAB*DUM	-0,024 (1,02)	-0,029 (1,12)	0,160*** (3,49)	-0,034* (1,67)	-0,020 (0,37)	0,002 (0,12)
GDP	0,014*** (3,03)	0,016*** (4,11)	0,016*** (4,08)	0,010** (2,23)	0,015*** (4,06)	0,002 (0,75)
GDP*DUM	0,002 (0,62)	-0,002 (0,44)	-0,003 (0,43)	0,009** (2,54)	0,002 (0,18)	0,092 (0,62)
MBLOAN	0,031 (0,59)	0,027 (0,52)	0,028 (0,55)	0,016 (0,30)	0,029 (0,56)	0,001 (0,15)
MBLOAN*DUM	-0,005 (0,62)	0,003 (0,36)	0,004 (0,33)	0,010 (1,35)	0,001 (0,05)	0,025 (0,48)
RTCRED	0,011*** (8,20)	0,006*** (9,63)	0,007*** (11,81)	0,008*** (8,06)	0,007*** (12,04)	0,007*** (12,01)
RTCRED*DUM	-0,005*** (3,06)	0,005*** (3,31)	-0,001 (0,23)	-0,000 (0,37)	-0,001 (0,16)	-0,001 (1,34)
SABİT	-1,806* (1,68)	-1,738 (1,61)	-1,863* (1,73)	-1,636 (1,51)	-1,794* (1,66)	-1,113*** (8,54)
R²	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 18629, Firma Sayısı: 3982

**Tablo 23: Tahmin Sonuçları: Hizmetler; Tüm Değişkenlerle Etkileşim;
Mali Yapı Göstergesi: ROSTD**

DUM	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LEMP	0,179*** (5,93)	0,115*** (4,64)	0,151*** (6,81)	0,156*** (5,08)	0,146*** (7,11)	0,144*** (7,03)
LEMP*DUM	-0,063 (1,51)	0,079* (1,81)	0,029 (0,48)	-0,020 (0,48)	0,044 (0,40)	0,012 (0,55)
EXPSHA	-0,004*** (2,58)	0,002* (1,89)	0,001 (0,52)	0,000 (0,16)	0,000 (0,34)	-0,000 (0,19)
EXPSHA*DUM	0,008*** (3,66)	-0,007*** (3,15)	-0,005 (1,40)	-0,000 (0,10)	-0,011* (1,89)	0,003*** (2,79)
PROFITA	0,022*** (12,44)	0,014*** (12,46)	0,017*** (16,21)	0,019*** (13,69)	0,017*** (16,74)	0,017*** (16,39)
PROFITA*DUM	-0,008*** (3,79)	0,009*** (4,02)	0,000 (0,12)	-0,005** (2,53)	-0,008 (1,50)	-0,004* (1,74)
LTALAB	0,086*** (3,61)	0,077*** (5,29)	0,057*** (4,21)	0,083*** (4,33)	0,071*** (5,45)	0,071*** (5,38)
LTALAB*DUM	-0,023 (0,82)	-0,040 (1,29)	0,159*** (3,23)	-0,027 (1,03)	-0,054 (0,93)	-0,006 (0,34)
GDP	0,008 (1,57)	0,016*** (3,67)	0,014*** (3,34)	0,008 (1,55)	0,014*** (3,21)	0,005* (1,65)
GDP*DUM	0,009* (1,94)	-0,009* (1,69)	-0,005 (0,68)	0,010** (2,15)	0,017 (1,22)	0,101 (0,65)
MBLOAN	0,041 (0,73)	0,039 (0,71)	0,042 (0,77)	0,030 (0,54)	0,043 (0,80)	0,005 (0,81)
MBLOAN*DUM	-0,004 (0,38)	0,002 (0,23)	0,002 (0,15)	0,008 (0,86)	0,023 (0,88)	0,032 (0,59)
ROSTD	-0,004* (1,89)	0,000 (0,31)	-0,000 (0,22)	-0,002 (1,33)	-0,000 (0,36)	0,000 (0,06)
ROSTD*DUM	0,004* (1,94)	-0,005* (1,89)	-0,003 (0,67)	0,003 (1,34)	-0,006 (0,38)	-0,003 (1,56)
SABİT	-1,852 (1,62)	-1,813 (1,59)	-1,971* (1,73)	-1,725 (1,51)	-1,943* (1,70)	-1,088*** (6,94)
R²	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04

Parantez içindekiler sayılar *t* istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 13610, Firma Sayısı: 3687

IV.2 Ticari Borç Kullanımının Belirleyicileri

IV.2.i Teorik ve Ampirik Çerçeve

Firmaların, ödeme güçlüğü içindeki müşterilerine vadeli satışlar kanalıyla sağladıkları mali kaynaklar ticari borçlar olarak nitelendirilmektedir. Kullanılan ticari borç maliyetinin, özellikle mali açıdan zayıf, küçük ve teminat sorunu olan firmalar için daha yüksek olduğu literatürde yaygın olarak tartışılmaktadır. Fisman ve Love (2003) mali sistemin gelişmiş olmasının büyüme üzerindeki olumlu etkisini vurgularken, az gelişmiş mali piyasalarda banka kredilerine ulaşmada zorluk yaşayan firmaların ticari borç kullanma eğiliminde olduklarını ileri sürmüşlerdir. Mali sistemin az gelişmiş olduğu ülkelerde ticari borçların yoğun kullanıldığı endüstrilerin daha yüksek büyüme performansı gösterdikleri sonucu da vurgulanmıştır. Ancak, bu büyümenin sürdürülebilirliği tartışmalıdır.

Ticari borç kullanımını etkileyen temel iki motivasyon mali kaynak ihtiyacını karşılamak ve işlem maliyetini düşürmektir. Mali piyasalardan görece olarak daha kolay ve ucuz kredi temin eden üretici firmalar, mali kaynak sıkıntısı çeken müşterilerine vadeli satışlar yaparak, ticari borç kullanmalarına imkan tanımaktadırlar. Az gelişmiş mali sisteme sahip olan ekonomilerde, ticari borç veren firmalar, bilgi edinme, taraflar arasındaki kontratın uygulanmasında yaptırım gücüne sahip olma ve verilen kredinin geri ödenmemesi durumunda satılan ürünlerin geri alınması ve likit varlıklara çevrilmesi açısından bankalara oranla daha avantajlı bir konuma sahiptirler. Üretici firmalar, birlikte çalıştığı firmaların mali yapısı hakkında, bankalar ve diğer aracı kurumlara göre daha detaylı bilgiye sahiptirler. Bu nedenle, ticari borç sağlayan firmalar, riskli müşterilerini tespit etme, daha yüksek faiz uygulama ve kredi miktarını kısıtlama (credit rationing) gibi avantajlara sahiptirler.

Ekonomik daralma dönemlerinde firmalar yüksek risk içermesine rağmen müşterilerine ticari borç sağlamaya devam etmektedirler. Ticari borç geri ödemelerinde vadeyi sonuna kadar kullanmak isteyen müşteriler, dolaylı olarak banka kredilerine oranla daha yüksek faiz ödemeyi kabul etmektedirler. Peterson ve Rajan (1994) firmaların kendilerine kredi temin eden diğer üretici firmalarla yakın ilişki içinde olmalarının, kredinin fiyatından ziyade miktarını olumlu etkilediğini belirtmiştir. Kredi veren firmalarla olan ilişkinin çemberi genişledikçe, ilişki yakınlığının azalması ile fiyatın arttığı, miktarın ise düştüğü gözlemlenmiştir.

Ticari borçların işlem maliyetleri ile ilgili boyutu firmaların satın aldıkları ürünü teslim aldıklarında ödeme yapmak için likit varlıklarını nakde dönüştürmek zorun-

da olmalarından kaynaklanmaktadır. Normal şartlarda, firmalar, teslim tarihinde bir belirsizlik olduğu ve likit varlıkları nakde dönüştürmenin yüksek maliyet içerdiği durumlarda, beklenmedik harcamaları karşılamak üzere, nakit bulundurmaktadırlar. Ticari borç kullanımı söz konusu olduğunda ise, firmaların nakit bulundurma ihtiyacı azalmakta, kısa dönem işlem (ve mali kaynak sağlama) maliyeti düşmektedir. Efektif fiyatın düşmesini sağlayan ticari borç kullanımı, üretici firmaların kredi temin ettikleri firmaların satışlarını desteklemelerine olanak sağlamaktadır. Üretici firmalar, müşterilerinin varlığını sürdürmelerini tercih etmektedirler. Müşterileriyle uzun dönemli ticari ilişkiye giren bu firmalar, kredi kullanan firmaların gelecekteki satışlarından elde edecekleri karları da hesaba katarak müşterilerine ticari borç kanalı ile destek vermektedirler. Geri ödemelerin vadesindeki ayarlamalar ise efektif ürün fiyatını değiştirmekte ve üretici firmaların müşterileri arasında ayırım yapmalarına olanak sağlamaktadır. Geri ödeme süresi uzadıkça ürün fiyatının net bugünkü değeri düşmektedir. Chee, Smith ve Smith (1999) ticari borçların vadesinin ürün kalitesi ve kredi talep eden firmanın kredibilitesi ile doğrudan ilişkili olduğunu göstermiştir.

Literatürdeki birçok teorik ve ampirik çalışma ticari borç arzı ve talebini ayrı ayrı incelemiş ve genellikle işlem maliyetini düşürme motivasyonu ile finansman motivasyonunu ortak modellerde analiz etmişlerdir.²³ Birçok ülke analizinde ticari borç talebini etkileyen faktörler farklılık arz etmekle beraber, finansman motivasyonunun, özellikle de mali sistemleri daha az gelişmiş ülkelerde, daha etkin olduğu görülmüştür.²⁴ Mali yapısı görece olarak güçlü ticari borç veren firmalar, daha çok kredibilitesi yüksek ve gelecekte yüksek büyüme performansı göstermesi muhtemel firmaları tercih etmektedirler. Mali sistemi daha az gelişmiş ülkelerde, itibar, firmalar arası ilişkiler ve büyüme potansiyeli, ticari borç temininde önemli rol oynamaktadır. Genellikle küçük firmalar büyüme potansiyellerini daha etkin kullanmak için ticari borç talep etmektedirler. Ticari borçlar, diğer finansman kaynaklarının alternatif olabileceği gibi tamamlayıcısı da olabilir. Kısa dönemli banka finansmanını yaygın olarak kullanan firmalar aynı zamanda ticari borç da kullanmaktadırlar.²⁵ Bankalardan finansman sağlayamayan küçük firmalar, vadesi uzadıkça maliyeti, banka finansmanına oranla daha yüksek olan ticari borçları talep etmektedirler.

(23) Bakınız Ellienhausen ve Wolken (1993), Delannay ve Weill (2004), Peterson ve Rajan (1997).

(24) Delannay ve Weill (2004), Ge ve Qui (2005).

(25) Ellienhausen ve Wolken (1993)

Ticari borçların bir parasal aktarım mekanizması olan banka kredi kanalı üzerinde de önemli bir etkisi bulunmaktadır. Banka kredi kanalı teorisine göre parasal daralma dönemlerinde bankalar firmalara verdikleri kredileri sınırlamakta, dolayısıyla yatırımları ve büyümeyi daraltıcı etki yaratmaktadır. Bu çerçevede, birçok ampirik çalışma banka kredilerinin ticari borçlarla ikame edildiğini göstermiş ve bu nedenle parasal daralmanın reel sektör üzerindeki daraltıcı etkisinin sınırlı olduğunu ileri sürmüşlerdir.²⁶

Türkiye’de, önceki bölümlerde de değinildiği gibi, imalat sanayiinde bulunan küçük ve orta ölçekli firmaların mali yapılarına bakıldığında, bankacılık sektöründen yeterli derecede kaynak sağlayamadıklarını, finansman yapılarında özkaynak ve ticari borçların önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Yapılan çalışmalar, birçok ülkede mali sektörden yeterince kaynak sağlayamayan özellikle küçük firmaların ticari borçlanma yoluyla ekonomik faaliyetlerine devam ettiklerini göstermektedir. Mali yapısı görece olarak daha güçlü olan firmalar, bankaların yüklenmesi gereken aracılık görevini kısmen yüklenerek mali ilişkilerin devam etmesine katkıda bulunmaktadır. Gelişmemiş mali yapıya sahip ülkelerdeki bu yapı, mali ilişkilerin devam ettirilmesine imkan vermesi açısından ilk bakışta olumlu olarak değerlendirilebilir, ancak, bu durum birçok olumsuzlukları içinde barındırmaktadır. Özellikle makroekonomik istikrarın tesis edilemediği ülkelerde ticari borç kullanımının yaygınlık kazanması istihdam yaratma ve yenileşme açısından önemli olan küçük ve orta ölçekli firmaların borçlanma maliyetlerini artırarak sermaye birikim süreçlerini ve bu nedenle büyümelerinin sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. Mali sistemin kurumsallaşmaması özellikle bankacılık hizmetlerinin etkin olarak sağlanamamasının neden olduğu yoğun ticari borç kullanımı kayıt dışı ekonominin yaygınlaşmasına zemin hazırlamaktadır. Etkin işlemeyen bir mali yapının yarattığı araçlar kaynak tahsisinin etkin olarak gerçekleşmesinin önündeki en önemli engellerden biridir. Bu itibarla, ticari borç kullanımının belirleyicilerini ortaya koymak, çözüm üretme yolunda gerekli bir adım olarak görülmektedir.

IV.2.ii Ampirik Model ve Değişkenler

Çalışmanın bu bölümünde, özellikle küçük firmaların finansmanında önemli rol oynayan ticari borçların temel belirleyicileri ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Bu itibarla, literatürde yapılan ampirik ve teorik çalışmalar çerçevesinde, Türkiye

(26) Bakınız, Mateut, Bougheas and Mizen (2005), Nielson (2002), Mateut and Mizen (2003), Bhat (2004).

imalat sanayii ve hizmetler sektörlerindeki firmaların ticari borç kullanımı, ikame etkisi, makroekonomik belirsizlik, para politikası duruşu gibi temel faktörler dikkate alınarak incelenmiştir. Ayrıca, firmaya özgü değişkenler (büyüklük, karlılık, özkaynak durumu, yaş) de dikkate alınarak tahminler yapılmıştır. Bu çerçevede, firmanın ticari borcunun toplam yükümlülüklerine oranı (*TCTLR*), ticari borçlarının banka kredileri ve ticari borçları toplamına oranı (*TCMIX*) ve banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine oranı (*BLTLR*) gibi değişkenler panel veri tahminlerinde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Tahminler birbirini tamamlayan nitelikte olup ticari borç ve banka kredisi arasındaki ikameyi belirlemeye yöneliktir. Bu modeller aşağıda sırasıyla verilmiştir.²⁷

$$TCTLR_{it} = f(LEVER_{it}, LEVER_{it} * DUM_j, LRTA_{it}, LRTA_{it} * DUM_j, LAGE_{it}, LAGE_{it} * DUM_j, SOLVE_{it}, SOLVE_{it} * DUM_j, PROFITA_{it}, PROFITA_{it} * DUM_j, MS_t, MS_t * DUM_j, UNOUT_t, UNOUT_t * DUM_j, YDUM) \quad (6)$$

$$TCMIX_{it} = f(LRTA_{it}, LRTA_{it} * DUM_j, LAGE_{it}, LAGE_{it} * DUM_j, SOLVE_{it}, SOLVE_{it} * DUM_j, PROFITA_{it}, PROFITA_{it} * DUM_j, MS_t, MS_t * DUM_j, UNOUT_t, UNOUT_t * DUM_j, YDUM) \quad (7)$$

$$BLTLR_{it} = f(LRTA_{it}, LRTA_{it} * DUM_j, LAGE_{it}, LAGE_{it} * DUM_j, SOLVE_{it}, SOLVE_{it} * DUM_j, PROFITA_{it}, PROFITA_{it} * DUM_j, MS_t, MS_t * DUM_j, UNOUT_t, UNOUT_t * DUM_j, YDUM) \quad (8)$$

Büyüme için yapılan analizlerde olduğu gibi burada yapılan tahminlerde de bütün değişkenlerin firma gruplarını gösteren kukla değişkenleriyle (*DUM_j*) etkileşimi göz önüne alınmıştır. Firma grupları, önceki bölümde olduğu gibi, "küçük, orta, büyük, genç, sektör, borsada işlem gören" gibi özelliklere göre oluşturulmuştur. *LRTA* değişkeni, firmanın ölçeğini (büyüklüğünü) yansıtmaktadır. Ölçek göstergesi olarak, büyümenin açıklanmaya çalışıldığı önceki bölümde firma istihdamının logaritmasının kullanılmasına karşılık burada, firmanın reel varlıklarının logaritması kullanılmıştır. Böylece, firmaların finansman yapısı ile ilgili literatürle tutarlılık sağlanmıştır.²⁸

Denklem 6'da, ikame ve kaldıraç etkisini dikkate almak üzere kısa vadeli banka kredilerinin toplam varlıklara oranı (*LEVER*) açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Firmaların bankalarla geliştirdikleri ilişkilerin, yaşlarıyla yakından ilişkili ol-

(27) Tahminlerde kullanılan tüm oran değişkenler (*TCTLR*, *TCMIX*, *BLTLR*, *LEVER*, *SOLVE*, *PROFITA*) yüzde olarak alınmıştır.

(28) Toplam varlıklar sektörel toptan eşya fiyatları endekleri kullanılarak reelleştirilmiştir.

duğu literatürde yaygın olarak tartışılmaktadır. Birçok çalışmada yaş değişkeni firmanın kredibilitesini yansıtmak amacıyla analize dahil edilmiştir.²⁹ Bu nedenle, firma yaşının logaritması (*LAGE*) tahminlere dahil edilmiştir.³⁰ Diğer yandan, firmanın bilanço etkisini kontrol etmek üzere iki değişken kullanılmıştır; firmanın özkaynaklarının toplam varlıklarına oranı (*SOLVE*) ve toplam vergi öncesi karın (veya kaybın) toplam varlıklarına oranı (*PROFITA*). Bu değişkenler firmanın bilanço yapısını yansıtmakta ve dış kaynaklara (banka kredisi, ticari borç, ve diğer) ulaşmasını ve maliyetini etkilemektedir. İç kaynak olarak değerlendirilebilecek olan *PROFITA*, firmanın dış kaynak kullanımını ikame etmekte, özkaynak yapısıyla birlikte firmanın dış kaynak maliyetini etkilemektedir. Bu nedenle, karlılığı ve öz kaynakları artan firmaların ticari borçları daha az tercih etmesi beklenmektedir.

(29) Bakınız, Elliehausen and Wolken (1993), Peterson and Rajan (1997), Mateut and Mizen (2003).

(30) Büyüme modelinde tahminler sabit etkiler (fixed effects) yöntemi ile yapılmıştır. Firma yaşı, firmaya özgü bir değişken olması ve zaman içinde firmadan firmaya göreli olarak değişmemesinden dolayı sabit etkiler yöntemi bu değişkeni tahminlerde doğrudan kullanmaya imkan vermemektedir. Firmanın finansman yapısı açısından önemli olan firma yaşını dikkate almak için tahminlerde rassal etkiler (random effects) yöntemi kullanılmıştır. İki tahmin yöntemi sonuçlarından elde edilen katsayıların işaretlerinin aynı yönde olması nedeniyle, firma yaşını tahminlerde kullanmaya imkan veren rassal etkiler yönteminden elde edilen sonuçlar rapor edilmiştir.

Tablo 24- a: Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (İmalat Sanayii)

	Toplam		Küçük		Orta		Büyük		Genç		Yaşlı		Bilim ve Tek		Borsa		FDI		Kamu	
	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı	Göz. Ort. Sayısı
1995-2003 Dönemi Verileri																				
TCTLR	39938	38,35	17060	40,57	14540	38,88	19859	40,45	19859	40,45	20079	36,27	8009	37,02	1300	26,44	1668	35,04	325	36,42
TCMIX	33425	52,84	13097	57,00	12669	52,95	16610	54,63	16610	54,63	16815	51,07	6703	56,52	1246	43,96	1502	48,41	186	60,74
BLOTLR	33941	35,97	13546	31,73	12725	36,63	16991	34,97	16991	34,97	16950	36,97	6781	30,97	1246	41,11	1503	39,65	186	23,94
LEVER	32444	21,25	12772	19,66	12234	22,10	16192	21,70	16192	21,70	16252	20,81	6452	17,90	1236	20,66	1453	20,17	164	12,73
LRTA	40864	11,17	17881	9,88	14625	11,53	20547	10,75	20547	10,75	20317	11,60	8154	11,06	1300	14,19	1668	13,14	326	13,54
LAGE	40864	2,84	17881	2,68	14625	2,89	20547	2,38	20547	2,38	20317	3,31	8154	2,84	1300	3,44	1668	3,06	326	3,20
SOLVE	40864	34,60	17881	34,29	14625	34,93	20547	31,41	20547	31,41	20317	37,83	8154	34,96	1300	38,91	1668	34,59	326	11,93
PROFITIA	32819	11,13	14719	11,16	11599	10,98	16297	9,85	16297	9,85	16522	12,40	6669	12,92	1000	15,17	1269	15,19	137	22,21
MS	40864	0,07	17881	0,12	14625	0,04	20547	0,03	20547	0,03	20317	0,11	8154	0,05	1300	-0,08	1668	-0,06	326	0,12
UNOUT	40864	24,01	17881	24,21	14625	23,87	20547	24,01	20547	24,01	20317	24,00	8154	23,97	1300	23,55	1668	23,41	326	24,03
2001 Kriz Yılı Verileri																				
TCTLR	4399	40,05	1842	42,00	1624	41,67	928	33,29	2397	42,58	2002	37,02	921	37,01	162	24,11	182	33,96	33	37,29
TCMIX	3760	57,64	1459	64,17	1447	57,95	850	45,93	2060	61,42	1700	53,06	792	58,27	154	39,80	165	45,14	15	45,14
BLOTLR	3817	31,76	1507	25,16	1455	32,66	851	41,85	2100	28,80	1717	35,38	801	30,24	154	45,15	165	41,80	15	42,55
LEVER	3669	18,25	1423	14,44	1412	18,66	830	23,93	2008	16,79	1661	20,01	763	17,15	154	31,45	160	20,24	12	19,25
LRTA	4473	11,29	1906	9,98	1633	11,61	929	13,45	2447	10,89	2026	11,78	933	11,16	162	14,14	182	13,48	33	13,70
LAGE	4473	2,75	1906	2,54	1633	2,81	929	3,06	2447	2,27	2026	3,32	933	2,74	162	3,39	182	3,06	33	3,08
SOLVE	4473	32,62	1906	33,76	1633	33,92	929	28,04	2447	31,34	2026	34,17	933	32,57	162	23,03	182	28,85	33	7,95
PROFITIA	3095	11,37	1406	10,72	1106	11,86	580	12,03	1733	11,22	1362	11,56	636	11,57	83	14,41	111	14,19	13	9,41
MS	4473	-1,00	1906	-1,00	1633	-1,00	929	-1,00	2447	-1,00	2026	-1,00	933	-1,00	162	-1,00	182	-1,00	33	-1,00
UNOUT	4473	27,83	1906	27,83	1633	27,83	929	27,83	2447	27,83	2026	27,83	933	27,83	162	27,83	182	27,83	33	27,83

TCTLR: Firmanın ticari borcunun toplam yükümlülüklerine oranı (yüzde), **TCMIX:** Ticari borçların ticari borç ve banka kredileri toplamına oranını (yüzde), **BLTLR:** Banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine oranı (yüzde), **LEVER:** kısa dönem banka kredilerinin toplam varlıklara oranı (yüzde), **LRTA:** Reel firma varlıklarının toplam varlıklarının logaritması, **LAGE:** Firma yaşının logaritması, **SOLVE:** Özkaynakların toplam varlıklara oranı (yüzde), **PROFITIA:** Dönem karının toplam varlıklara oranı (yüzde), **MS:** Boschben-Mill yöntemiyle besaplanan parasal durum endeksi, **UNOUT:** Belirsizlik göstergesi, **GARCH:** yöntemiyle besaplanan sanayi üretimindeki oynaklık.

Tablo 24- b: Regresyonda Kullanılan Değişkenlere Ait Özet Bilgiler (Hizmetler)

	Toplam		Küçük		Orta		Büyük		Genç		Yaşlı		Borsa		FDI		Kamu	
	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.	Göz. Sayısı	Ort.
1995-2003 Dönemi Verileri																		
TCTLR	42420	39,46	30298	42,53	8359	32,76	3699	29,47	25695	40,13	16725	38,44	552	25,83	609	35,94	191	26,23
TCMIX	29756	58,58	20614	59,66	6207	56,98	2884	54,15	18105	58,60	11651	58,55	360	47,48	431	53,76	145	43,79
BLOTLR	31308	28,26	21992	28,53	6331	27,50	2933	27,97	19255	28,74	12053	27,50	399	34,23	434	33,47	145	31,37
LEVER	29447	17,76	20743	19,06	5888	15,25	2764	13,45	18023	18,20	11424	17,05	390	13,16	397	17,00	125	13,56
LRTA	46224	10,47	33772	9,88	8624	11,67	3755	13,00	28397	10,27	17827	10,79	594	13,74	612	12,39	192	14,79
LAGE	46227	2,70	33774	2,65	8624	2,79	3756	2,91	28400	2,36	17827	3,23	594	2,68	612	2,77	192	3,43
SOLVE	46225	26,63	33773	26,73	8624	26,09	3755	27,06	28398	26,27	17827	27,22	594	59,88	612	28,45	192	30,57
PROFITTA	37031	12,39	27260	12,84	6773	11,05	2936	11,31	22294	12,30	14737	12,53	482	19,42	458	15,49	117	16,88
MS	46227	0,14	33774	0,18	8624	0,04	3756	0,01	28400	0,11	17827	0,19	594	-0,16	612	-0,08	192	0,14
UNOUT	46227	24,22	33774	24,32	8624	23,92	3756	23,89	28400	24,19	17827	24,25	594	23,51	612	23,20	192	23,90
2001 Kriz Yılı Verileri																		
TCTLR	4435	38,78	3047	41,57	956	33,84	425	30,09	2882	40,03	1553	36,48	78	24,87	69	34,20	16	28,58
TCMIX	3210	62,64	2125	64,10	734	61,12	344	56,86	2121	63,63	1089	60,72	50	44,68	48	48,92	12	41,26
BLOTLR	3340	24,82	2240	24,47	740	25,38	353	25,99	2231	24,47	1109	25,52	56	34,84	48	34,87	12	32,91
LEVER	3131	15,04	2094	15,64	697	14,21	333	13,19	2089	14,80	1042	15,53	55	16,95	41	19,72	10	20,11
LRTA	4682	10,70	3270	10,04	976	11,79	429	13,24	3076	10,50	1606	11,08	86	13,64	69	12,85	16	15,34
LAGE	4682	2,59	3270	2,52	976	2,69	429	2,83	3076	2,25	1606	3,24	86	2,36	69	2,84	16	3,39
SOLVE	4682	23,78	3270	23,71	976	23,64	429	24,84	3076	25,98	1606	19,58	86	61,01	69	29,43	16	26,97
PROFITTA	3242	12,23	2295	12,41	658	12,06	285	11,32	2112	12,33	1130	12,04	64	24,60	44	22,62	11	14,88
MS	4682	-1,00	3270	-1,00	976	-1,00	429	-1,00	3076	-1,00	1606	-1,00	86	-1,00	69	-1,00	16	-1,00
UNOUT	4682	27,83	3270	27,83	976	27,83	429	27,83	3076	27,83	1606	27,83	86	27,83	69	27,83	16	27,83

TCTLR: Fırmanın ticari borcunun toplam yükümlülüklerine oranı (yüzde), **TCMIX:** Ticari borçların ticari borç ve banka kredileri toplamına oranı (yüzde), **BLTLR:** Banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine oranı (yüzde), **LEVER:** kısa dönem banka kredilerinin toplam varlıklara oranı (yüzde), **LRTA:** Reel firma varlıklarının toplam yükümlülüklerine oranı (yüzde), **LAGE:** Firma yaşamın logaritması, **SOLVE:** Özkaynakların toplam varlıklara oranı (yüzde), **PROFITTA:** Dönem karının toplam varlıklara oranı (yüzde), **MS:** Boschen-Mill yöntemiyle besaplanan parasal durum endeksi, **UNOUT:** Belirsizlik göstergesi, **GARCH** yöntemiyle besaplanan sanayi üretimindeki oynaklık.

Makroekonomik durumun, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik ajanların mikro düzeydeki ilişkilerini önemli ölçüde etkilediği bilinmektedir. Bu çerçevede, parasal duruşun (monetary policy stance) etkisini dikkate almak üzere Özdemir (2005) tarafından oluşturulan Boschen-Mill parasal durum endeksi kullanılmıştır (*MS*). Endeks, parasal duruşun genişleyici olduğu dönemlerde 1, daraltıcı olduğu dönemlerde -1 ve nötr olduğunda 0 değerlerini almaktadır. Bu değişkendeki artış parasal genişlemeyi ve dolayısıyla finansman imkanlarında iyileşmeyi, banka kredileri arzında artışı ve görece olarak pahalı olan ticari borç kullanımında azalışı ifade etmektedir. Parasal genişlemenin olduğu dönemlerde mali açıdan zayıf, küçük ve genç firmaların daha fazla banka kredisi kullanma eğilimine girmeleri beklenebilir. Diğer yandan, makroekonomik belirsizliğin banka kredilerinin kullanımını kısıtlarken, ticari borç kullanımını yaygınlaştırdığı ileri sürülmektedir.³¹ Bu çalışmada, *GARCH* yöntemiyle elde edilen sanayi üretimindeki oynaklık belirsizlik göstergesi olarak (*UNOUT*) tahminlerde kullanılmıştır.³² Regresyonlarda kullanılan değişkenlere ait özet bilgiler dönemler ve gruplar bazında, imalat sanayii firmaları için Tablo 24-a'da ve hizmetler firmaları için Tablo 24-b'de verilmiştir.

IV.2.iii Tahmin Sonuçları

IV.2.iii.a İmalat Sanayi Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları

Yukarıda verilen denklemlerin tahmin sonuçları incelendiğinde ticari borçların birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de finansman güdüsüyle açıklanabileceği görülmektedir (Tablo 25-27). Denklem 6 için yapılan tahminlerde, *LEVER* değişkenin katsayısı, firma gruplarının dikkate alındığı tüm denklem tahminlerinde, negatif olarak bulunmuştur. Bu sonuç, ticari borçların banka kredileri ile ikame edildiğini ve bu ikame etkisinin özellikle küçük, orta, genç firma grupları için daha güçlü olduğunu göstermektedir. Bankacılık kaynaklarına ulaşabilen bu gruptaki firmaların görece olarak pahalı olan ticari borçtan kaçındıkları görülmektedir. Diğer yandan, büyük, yüksek teknoloji firma gruplarında yer alan firmaların ticari borç tutma oranının banka kredilerindeki değişime görece olarak daha az duyarlı olduğu tahmin edilmiştir. Bu sonuç, bu grupta yer alan firmaların görece olarak daha ucuz ticari borç sağladıkları görüşünü desteklemektedir.

(31) Bakınız; Baum, Çağlayan ve Özkan (2003), Baum, Çağlayan ve Özkan (2005).

(32) Üretimdeki belirsizlik hesaplaması ile ilgili detaylı bilgi yazarlardan temin edilebilir.

Firmanın ölçeğini yansıtan LRTA değişkeninin artışının ticari borç payını düşürücü yönde etkilediğini gösteren negatif katsayı, firma ölçeğinin (reel varlıklarının) büyümesiyle birlikte firmaların daha az ticari borç kullanma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Firma grupları dikkate alındığında, büyük, borsada işlem gören, yüksek teknoloji firma gruplarında bu ilişki daha az belirgindir. Başka bir deyişle, mali açıdan zayıf firmaların (özellikle küçük, genç) varlıklarındaki büyümenin ticari borç kullanma eğilimini düşürücü etkisi diğer firma gruplarına oranla daha düşük düzeyde kalmaktadır (Tablo 25).

**Tablo 25: Bağımlı Değişken: Ticari Borç/
Toplam Yükümlülükler - İmalat Sanayii**

	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LEVER	-0,61*** (65,76)	-0,60*** (51,46)	-0,59*** (49,56)	-0,626*** (59,99)	-0,587*** (45,64)	-0,620*** (61,34)	-0,612*** (65,50)	-0,606*** (64,28)
LEVER*DUM		-0,02 (1,03)	-0,05*** (2,60)	0,075*** (3,37)	-0,047** (2,57)	0,070*** (2,83)	0,081 (1,44)	-0,019 (0,79)
LRTA	-0,68*** (4,49)	-1,13*** (5,84)	-0,82*** (4,97)	0,057 (0,30)	-0,21*** (4,12)	-0,574*** (3,50)	-0,444*** (2,83)	-0,669*** (4,35)
LRTA*DUM		0,729*** (3,08)	0,325 (1,39)	-1,021*** (3,72)	0,515* (1,90)	-0,565** (2,20)	-1,686*** (3,04)	-0,285 (1,22)
LAGE	-2,56*** (5,41)	-2,33*** (3,78)	-2,50*** (4,35)	-2,294*** (4,43)	-1,103 (1,07)	-2,681*** (5,02)	-2,359*** (4,93)	-2,552*** (5,33)
LAGE*DUM		-0,492 (0,57)	-0,181 (0,20)	0,31 (0,28)	0,879 (0,81)	0,513 (0,52)	3,3 (1,53)	0,106 (0,17)
SOLVE	-0,09*** (10,92)	-0,07*** (6,97)	-0,08*** (8,52)	-0,107*** (11,53)	-0,072*** (6,80)	-0,098*** (11,10)	-0,094*** (11,30)	-0,085*** (10,46)
SOLVE*DUM		-0,04*** (2,75)	-0,015 (0,90)	0,076*** (4,24)	-0,031* (1,96)	0,056*** (2,81)	0,109*** (3,67)	-0,025 (1,26)
PROFITA	-0,17*** (12,54)	-0,19*** (11,21)	-0,17*** (9,71)	-0,150*** (9,64)	-0,214*** (12,35)	-0,179*** (11,55)	-0,161*** (11,70)	-0,183*** (13,01)
PROFITA*DUM		0,045 (1,61)	-0,005 (0,18)	-0,056* (1,81)	0,120*** (4,42)	0,041 (1,35)	-0,056 (0,91)	0,120*** (3,55)
MS	-0,509** (2,15)	-0,454** (2,01)	-0,359 (1,36)	-0,614** (2,43)	-0,573** (2,15)	-0,600*** (2,78)	-0,448** (2,17)	-0,363* (1,81)
MS*DUM		0,056 (0,19)	-0,356 (1,23)	0,507 (1,59)	0,305 (1,06)	0,849** (2,40)	-0,208 (0,30)	
UNOUT	0,082* (1,83)	0,165*** (3,37)	0,059 (1,16)	0,038 (0,79)	0,155*** (3,05)	0,092** (1,96)	0,084* (1,85)	0,085* (1,90)
UNOUT*DUM		-0,27*** (4,41)	0,057 (0,97)	0,177*** (2,71)	-0,173*** (2,88)	-0,055 (0,78)	-0,018 (0,13)	0,119 (1,12)
SABİT	67,01*** (28,58)	69,58*** (26,66)	67,22*** (28,44)	60,705*** (22,62)	60,781*** (20,76)	67,051*** (29,60)	64,107*** (27,58)	66,662*** (28,79)
R²	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 20344, Firma Sayısı: 3910

Ticari borçların banka kredisi ve ticari borç toplamına oranının açıklandığı Denklem 7'ye ilişkin tahmin sonuçları da firma varlıklarındaki büyümenin ticari borçlanmanın payında düşüşe neden olduğu görüşünü teyit etmektedir. Ayrıca, orta büyüklükteki firmalar ile borsada işlem görenlerin varlıklarındaki reel artışın ticari borç kullanımlarını banka kredilerine oranla önemli ölçüde düşürdüğü tahmin edilmiştir. Küçük ve yüksek teknoloji grubunda yer alan firmaların varlık büyüklüklerindeki artışın ticari borç kullanımlarını banka kredilerine oranla düşürücü etkisi ise sınırlı olmaktadır (Tablo 26).

Denklem 8 için elde edilen tahminler, Denklem 6 ve Denklem 7 için elde edilen tahmin sonuçlarını destekler niteliktedir. Buna göre, firmaların varlıklarındaki reel artışı banka kredisi kullanımını teşvik etmektedir. Varlık artışının küçük, yüksek teknoloji firma gruplarının banka kredilerine ulaşımını kolaylaştırmakla birlikte bu etki orta, büyük, borsada işlem gören firma gruplarına oranla sınırlı düzeyde kalmaktadır. Ayrıca, 2001 yılı krizinde varlık artışı sağlayan firmaların daha kolay banka kredilerine ulaştığı tahmin edilmiştir (Tablo 27).

Daha öne de değinildiği üzere, firmanın yaşı ucuz finansman kaynaklarına ulaşmak açısından bir avantaj olarak görülmektedir. Göreli olarak yaşlı firmalar, tarihsel olarak faaliyetlerinin izlenebilmesi nedeniyle ve bunlara mali kaynak sağlayan kurumlarla geliştirdikleri uzun ve istikrarlı ilişkilerden dolayı, ticari borçlara oranla daha ucuz olan banka kredilerine ve diğer finansman kaynaklarına ulaşabilmektedirler. Yapılan tahminler, firma yaşının ticari borç kullanma eğilimini düşürdüğünü göstermektedir. Bu sonuç literatürde yapılan birçok çalışmayla paralellik göstermekte, bankalarla uzun dönemli ilişki geliştirmiş yaşça büyük firmaların daha pahalı olan ticari borçlardan sakındıklarını ortaya koymaktadır. Bu firmaların borçlanma ilişkilerinde daha az ahlaki çöküntü potansiyeline sahip olmaları, bankaları bu firmalara kredi sağlama konusunda daha istekli bir konuma taşımaktadır (Rajan (1992), Boot (2000), Berlin ve Mester (1999)). Diğer yandan, firma yaşının ticari borç kullanma eğilimine etkisi firma grupları açısından belirgin bir farklılık göstermemektedir (Tablo 25 -26).

Tablo 26: Bağımlı Değişken: Ticari Borç/(Ticari Borç + Banka Kredisi) - İmalat Sanayii

	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LRTA	-3,49** (17,45)	-3,856*** (15,09)	-3,288*** (15,23)	-3,373*** (13,28)	-3,708*** (14,15)	-3,603*** (16,75)	-3,499*** (17,00)	-3,415*** (16,90)
LRTA*DUM		0,855*** (2,79)	-0,776** (2,55)	0,058 (0,16)	0,489 (1,38)	0,687** (2,07)	-1,690** (2,32)	-0,866*** (2,77)
LAGE	-1,304** (2,11)	-1,046 (1,30)	-1,984*** (2,65)	-0,693 (1,03)	-0,843 (0,62)	-1,368** (1,96)	-1,346** (2,16)	-1,254** (2,01)
LAGE*DUM		-0,062 (0,06)	1,871 (1,59)	-2,41 (1,64)	-0,207 (0,15)	0,253 (0,20)	4,596 (1,58)	-0,385 (0,45)
SOLVE	0,170*** (16,93)	0,249*** (19,63)	0,138*** (11,22)	0,132*** (11,42)	0,217*** (16,30)	0,179*** (16,04)	0,160*** (15,40)	0,173*** (16,88)
SOLVE*DUM		-0,210*** (10,41)	0,093*** (4,47)	0,141*** (6,24)	-0,109*** (5,49)	-0,045* (1,80)	0,164*** (4,21)	-0,042* (1,77)
PROFITA	0,271*** (15,25)	0,333*** (15,28)	0,279*** (12,34)	0,199*** (9,72)	0,298*** (13,09)	0,265*** (12,90)	0,253*** (13,88)	0,266*** (14,27)
PROFITA*DUM		-0,211*** (5,71)	-0,034 (0,93)	0,274*** (6,85)	-0,079** (2,19)	-0,008 (0,21)	0,419*** (5,36)	0,045 (0,98)
MS	-3,66*** (11,52)	-2,868*** (8,37)	-3,868*** (10,96)	-4,193*** (12,45)	-3,108*** (8,69)	-4,568*** (15,71)	-3,704*** (11,59)	-1,470*** (5,48)
MS*DUM		-2,448*** (6,11)	0,583 (1,51)	1,763*** (4,12)	-1,500*** (3,91)	2,191*** (4,63)	-1,078 (1,12)	
UNOUT	0,192*** (3,20)	0,179*** (2,73)	0,173** (2,56)	0,225*** (3,49)	0,181*** (2,66)	0,218*** (3,46)	0,201*** (3,32)	0,193*** (3,22)
UNOUT*DUM		0,027 (0,34)	0,047 (0,59)	-0,131 (1,49)	0,016 (0,20)	-0,124 (1,33)	-0,204 (1,07)	0,603*** (4,29)
SABİT	85,86*** (27,85)	86,185*** (24,45)	86,821*** (27,86)	84,397*** (23,85)	84,835*** (21,99)	86,207*** (28,96)	86,401*** (27,34)	82,591*** (27,15)
R²	0,12	0,13	0,12	0,13	0,12	0,13	0,12	0,12

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 21223, Firma Sayısı: 3936

Denklem 8'de elde edilen tahminler bu sonucu kısmen desteklemektedir. Yaşlanma, firmanın banka kredisi payında istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte artışa neden olmaktadır ancak etki firma gruplarında farklılık göstermektedir. Firma yaşının özellikle büyük firmaların banka kredilerine ulaşımını desteklediği tahmin edilmiştir. Ancak, bu etki borsada işlem gören ve orta büyüklükteki firmalarda tersi yöndedir (Tablo 27).

Tahmin sonuçları, firmanın bilanço durumunu yansıtan özkaynak ve karlılık durumlarındaki düzelmenin firmaların görece olarak pahalı olan ticari borç kullanmalarını azaltıcı yönde etkilediğini göstermektedir. Firmaların özkaynaklarını kullanarak yatırım yapmaları finansman açısından en ucuz seçenektir. Ayrıca, özkaynakların toplam bilanço içindeki paylarının yüksek olması firma kredi notunu yükselten bir faktördür ve firmaların daha ucuz kaynak sağlamalarına imkan tanımaktadır. Firma özkaynak pozisyonlarında bir düzelmenin ticari borçlanmayı düşürücü etkisi küçük ve orta ölçekli ile genç firma gruplarında daha belirgindir. Bu sonuç, ticari borç maliyetinin yüksek olması nedeniyle firmaların bu maliyetten sakınma eğiliminde olduklarını göstermektedir (Tablo 25).

Tablo 26 ve 27’de verilen tahminlerde firmaların özkaynak payındaki artışın banka kredilerini düşürücü etkisinin ticari borçları düşürücü etkisinden daha büyük olduğu tahmin edilmiştir. Tablo 26’da SOLVE değişkeninin katsayısının pozitif ve Tablo 25 ve Tablo 27’de negatif olarak tahmin edilmesi banka kredileri ile özkaynak kullanımı arasındaki ikamenin ticari borç ile özkaynak kullanımı arasındaki ikameden daha güçlü olduğunu göstermektedir. Banka kredileri ile özkaynak kullanımı arasındaki ikamenin küçük, genç, yüksek teknoloji firma gruplarında yer alan firmalar için daha zayıfken, büyük, borsada işlem gören firma grupları için daha güçlüdür. Bu sonuç, yukarıda ayrıntılı olarak tartışılan pecking order teorisiyle tutarlılık göstermektedir.

Bu bulgulara paralel olarak, firmaların varlık karlılıklarındaki artış, ticari borçlanmalarına azaltıcı bir etki yaptığı, ancak bu etkinin genç ve küçük firmalarda daha zayıf olduğu tahmin edilmiştir. 2001 yılında karlılıktaki artışın ticari borçları düşürücü etkisi belirgin olarak azalmıştır (Tablo 25). Diğer yandan, ticari borçların banka kredilerine göre değişiminin gözlemlendiği Denklem 7’ye ait tahmin sonuçlarına bakıldığında, karlılıktaki artışın ticari borç kullanımı payını arttırdığı gözlenmektedir. Bu sonuç, Denklem 8’in tahminleri ile birleştirildiğinde, karlılığın banka kredileri kullanımını düşürücü etkisinin ticari borç kullanımını azaltıcı etkisinden daha büyük olduğunu göstermektedir. Bu etki küçük, genç firma gruplarında daha zayıf ve büyük, borsada işlem gören firma gruplarında daha güçlüdür (Tablo 26 ve 27). Bu sonuç, firma özkaynaklarının finansman seçeneklerine etkisinin tartışıldığı bir önceki paragraftaki sonuçları büyük ölçüde desteklemektedir.

**Tablo 27: Bağımlı Değişken: Banka Kredisi/
Toplam Yükümlülükler - İmalat Sanayii**

	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Bilim-Tek	Borsa	Kriz
LRTA	3,424*** (19,96)	3,818*** (17,40)	3,125*** (16,87)	3,546*** (16,35)	3,646*** (16,13)	3,643*** (19,81)	3,522*** (19,96)	3,374*** -19,45
LRTA*DUM		-1,00*** (3,82)	1,085*** (4,14)	-0,105 (0,34)	-0,389 (1,28)	-1,19*** (4,16)	1,616*** (2,58)	0,609** -2,31
LAGE	0,441 (0,82)	-0,19 (0,27)	1,441** (2,23)	-0,001 (0,00)	0,652 (0,56)	0,368 (0,61)	0,585 (1,08)	0,346 -0,64
LAGE*DUM		0,802 (0,83)	-2,74*** (2,69)	2,055 (1,62)	0,527 (0,43)	0,289 (0,26)	-4,698* (1,87)	0,852 -1,17
SOLVE	-0,13*** (15,39)	-0,22*** (20,69)	-0,10*** (9,44)	-0,09*** (8,67)	-0,18*** (16,23)	-0,15*** (15,39)	-0,12*** (13,55)	-0,13*** -15,37
SOLVE*DUM		0,237*** (13,98)	-0,10*** (5,57)	-0,18*** (9,24)	0,12*** (7,29)	0,07*** (3,40)	-0,18*** (5,34)	0,034* -1,67
PROFITA	-0,37*** (24,58)	-0,42*** (22,86)	-0,39*** (20,23)	-0,30*** (17,27)	-0,42*** (21,56)	-0,37*** (21,40)	-0,356*** (23,05)	-0,371*** -23,51
PROFITA*DUM		0,183*** (5,92)	0,054* (1,78)	-0,28*** (8,07)	0,131*** (4,30)	0,036 (1,04)	-0,341*** (5,10)	0,007 -0,17
MS	3,335*** (14,28)	2,168*** (7,47)	3,630*** (13,64)	3,809*** (15,09)	2,344*** (7,74)	3,601*** (14,58)	3,411*** (14,43)	1,102*** -4,85
MS*DUM		2,417*** (7,17)	-0,839** (2,55)	-1,39*** (3,83)	1,762*** (5,43)	-1,46*** (3,64)	0,584 (0,71)	
UNOUT	-0,20*** (4,02)	-0,17*** (3,01)	-0,19*** (3,25)	-0,25*** (4,58)	-0,16*** (2,84)	-0,24*** (4,54)	-0,208*** (4,07)	-0,203*** -4,01
UNOUT*DUM		-0,1 (1,45)	-0,043 (0,64)	0,195*** (2,61)	-0,082 (1,21)	0,183** (2,30)	0,116 (0,72)	-0,529*** -4,48
SABİT	6,082** (2,38)	6,938** (2,30)	4,977* (1,93)	4,695 (1,60)	4,644 (1,40)	6,288** (2,47)	4,209 (1,61)	9,297*** -3,57
R²	0,10	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 21457, Firma Sayısı: 3956

Parasal daralma dönemlerinde ticari borçlanma eğiliminin arttığı tahmin edilmiştir. Bu sonuç, başka ülkeler için yapılmış çalışmalarla da paralellik göstermektedir. Para politikası aktarım mekanizmalarından biri olan banka kredileri kanalının (bank lending channel) etkin çalıştığı durumlarda, daraltıcı para politikası banka kredileri arzını düşürmek suretiyle firmaların banka kaynaklarına ulaşmasını kısıtlamaktadır.³³ Ancak, yukarıda da belirtildiği üzere ticari borçlarla banka kredileri ara-

(33) Bakınız, Kohler, Britton and Yates (2000), Mateut, Bougheas and Mizen (2005), Nielson (2002), Mateut and Mizen (2003), Bhat (2004).

sındaki ikame bu kanalın daraltıcı etkisini sınırlamaktadır. Daraltıcı para politikası dönemlerinde banka kredileri payı azalırken firmalar ticari borç kullanma eğilimine girmektedirler. Bu nedenle, daraltıcı para politikasının reel faaliyetleri (üretim, tüketim ve yatırım) düşürücü etkisi sınırlı kalmaktadır. Daraltıcı para politikasının ticari borçları (ikame etkisi) artırıcı etkisinin küçük, orta ve genç firmalarda daha güçlü olduğu Tablo 26'dan da görülmektedir. Mali açıdan zayıf olan bu firmaların daraltıcı dönemlerde banka kredisi sağlama konusundaki güçlükleri daha da belirgin hale gelmektedir.

Daraltıcı para politikasının banka kredilerini sınırlandırıcı etkisi Tablo 26 ve Tablo 27'de verilen tahmin sonuçlarından da anlaşılmaktadır. Daraltıcı para politikasının banka kredilerini sınırlandırıcı ve ticari borçları artırıcı etkileri küçük, genç firma grupları için daha belirgindir. Diğer yandan, sıkı para politikasının büyük, yüksek teknoloji firma gruplarının banka kredilerini daraltıcı etkisi görece olarak sınırlı olduğu tahmin edilmiştir. Bu sonuç, bir para politikası aktarım mekanizması olan bilanço kanalının (balance sheet channel) da imalat sanayii firmaları için geçerli olduğunu göstermektedir.

Yukarıda da vurgulandığı üzere, yapılan çalışmalar makroekonomik istikrarsızlığın ticari borç kullanımını arttırdığını göstermektedir.³⁴ İmalat sanayii firmaları için yapılan tahminler, başka ülkeler için yapılan çalışmalarda elde edilen bulguları desteklemektedir. Makroekonomik istikrarsızlık genel olarak ticari borç kullanımını artırmaktadır. Ancak, firma grupları bazında baktığımız zaman makroekonomik istikrarsızlığın büyük, borsada işlem gören, yüksek teknolojiye sahip firmaların ticari borç kullanımını artırırken küçük, genç firma gruplarının ticari borç kullanımını sınırlandırıcı etki yaptığı gözlenmektedir (Tablo 25). Tablo 26'da sonuçları verilen tahminlerde makroekonomik belirsizliğin ticari borçları banka kredilerine oranla artırdığı tahmin edilmiştir. Bu tahminlerde firma grupları arasında belirgin bir farklılık gözlenmemiştir. Görece olarak ekonominin istikrarlı olduğu dönemlerde küçük, genç firmaların faaliyetlerini daha pahalı olan ticari borç kanalıyla sürdürmeleri olumlu bir durum olarak algılanmamalıdır. Zira, bu yapı, Türkiye gibi uzun yıllar makroekonomik istikrarsızlık yaşanan bir ülkede ekonomik dinamizmi yüksek olan küçük, genç firmaların faaliyetlerini geliştirmekten uzak olmuş ve para politikasının etkinliğini kısıtlamıştır. 2001 krizinde makroekonomik belirsizliğin ticari borç kullanımını banka kredilerine oranla belirgin olarak artmasına neden olduğu tahmin edilmiştir.

(34) Bakınız; Baum, Çağlayan ve Özkan (2003), Baum, Çağlayan ve Özkan (2005).

Makroekonomik belirsizliğin banka kredisi kullanımını genel olarak düşürdüğü tahmin edilmiştir. Bu sonuç, özellikle küçük, genç firma grupları ile kriz dönemi için daha belirgindir. Ayrıca, belirsizliğin artması büyük, borsada işlem gören firmaların banka kredisi kullanımını artırdığı tahmin edilmiştir.

IV.2.iii.b Hizmetler Sektörü Firmaları İçin Yapılan Tahmin Sonuçları

Bu bölümde hizmetler sektörü firma verilerinin kullanıldığı tahminler genel hatlarıyla irdelenecektir (Tablo 28 - 30). İmalat sanayii firmalarında olduğu gibi, hizmetler sektöründeki firma varlıklarındaki artışın ticari borçları düşürdüğü ve banka kredilerini artırdığı gözlenmiş ancak hizmetler sektör firmalarının bu değişkene olan duyarlılıklarının daha düşük olduğu tahmin edilmiştir. Ayrıca, firma grupları bazında incelendiğinde, firmaların finansman seçimlerinin firma varlıklardaki artışa farklı tepki gösterdikleri ve genel olarak küçük, yaşlı firma gruplarındaki firmaların ticari borç ve banka kredisi seçimlerinin bu değişkene daha duyarlı olduğu tahmin edilmiştir.

Tablo 28: Bağımlı Değişken: Ticari Borç/Toplam Yükümlülükler - Hizmetler

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
BANKA	-0,465*** (42,55)	-0,394*** (18,61)	-0,481*** (39,53)	-0,475*** (42,14)	-0,466*** (27,54)	-0,466*** (42,43)	-0,466*** (42,11)
BANKA*DUM		-0,104*** (4,24)	0,069** (2,51)	0,137*** (3,10)	-0,003 (0,12)	0,085 (0,75)	0,022 (0,68)
LRTA	-2,206*** (11,55)	-2,065*** (7,31)	-1,924*** (9,31)	-1,826*** (8,76)	-3,050*** (10,86)	-2,190*** (11,33)	-2,234*** (11,56)
LRTA*DUM		0,839*** (2,80)	-0,509 (1,52)	-0,132 (0,28)	1,515*** (4,24)	0,544 (0,65)	0,238 (0,87)
LAGE	1,553** (2,19)	1,236 (1,12)	1,651** (2,10)	2,349*** (3,18)	6,869*** (4,58)	1,637** (2,29)	1,651** (2,31)
LAGE*DUM		1,217 (0,96)	-0,279 (0,20)	-4,413** (2,08)	-3,886*** (2,67)	-3,857 (1,04)	-0,838 (1,05)
SOLVE	-0,048*** (6,20)	0,046*** (3,28)	-0,067*** (7,60)	-0,060*** (7,41)	-0,017 (1,56)	-0,046*** (5,86)	-0,048*** (6,12)
SOLVE*DUM		-0,131*** (7,84)	0,088*** (4,75)	0,177*** (6,01)	-0,063*** (4,06)	-0,134** (2,09)	-0,006 (0,27)
PROFITA	-0,091*** (6,96)	-0,063*** (2,68)	-0,092*** (6,09)	-0,087*** (6,47)	-0,094*** (5,00)	-0,092*** (7,01)	-0,094*** (6,93)
PROFITA*DUM		-0,02 (0,72)	0,03 (0,98)	-0,021 (0,39)	0,012 (0,47)	0,096 (0,73)	0,034 (0,82)
MS	0,166 (0,63)	-0,243 (0,66)	-0,322 (0,96)	-0,426 (1,31)	0,497 (1,52)	-0,655* (1,96)	-0,894*** (3,43)
MS*DUM		0,659* (1,68)	-0,753* (1,70)	-0,237 (0,40)	-0,563 (1,52)	1,055 (0,64)	
UNOUT	-0,033 (0,52)	0,001 (0,01)	0,018 (0,30)	0,008 (0,13)	-0,01 (0,14)	-0,037 (0,58)	0,002 (0,03)
UNOUT*DUM		0,012 (0,15)	-0,077 (0,84)	0 (0,00)	0,026 (0,33)	0,26 (0,77)	-0,056 (0,42)
SABİT	65,184*** (20,21)	55,291*** (16,56)	63,352*** (19,22)	59,880*** (17,66)	55,133*** (14,48)	65,696*** (19,51)	65,687*** (20,32)
R²	0,10	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 15749, Firma Sayısı: 3818.

İmalat sanayii firmaları için yapılan tahminlerin aksine hizmetler sektöründeki firmaların ticari borç kullanma eğilimi firmanın yaşıyla artmaktadır (Tablo 28). Benzer sonuç, bağımlı değişkenin *TCMIX* olduğu Tablo 29’da verilen tahmin sonuçlarında da gözlenmiştir. Diğer yandan, imalat sanayii firmalarının aksine hizmetler sektöründeki firmaların banka kredileri kullanma eğiliminin firma yaşıyla düştüğü tahmin edilmiştir. Bu ilişkinin küçük, genç firmalarda daha az belirgin olduğu gözlenmektedir (Tablo 30). Firmaların özkaynak oranları ve karlılıklarındaki artışın imalat sanayii firmalarında olduğu gibi genel olarak firmanın ticari borç ve banka kredisi oranlarını düşürdüğü ancak banka kredilerindeki düşüşün daha güçlü olduğu Tablo 29’dan anlaşılmaktadır. Ticari borç tahmin sonuçlarında, karlılığın banka kredileri tahmin sonuçlarında ise özkaynak oranının firma grupları açısından önemli ölçüde farklılık göstermediği tespit edilmiştir.

Hizmetler sektöründeki firmaların ticari borç oranlarının genel olarak para politikasından ve makroekonomik belirsizlikten önemli ölçüde etkilenmediği tahmin edilmiştir. Genişleyici para politikasının olduğu dönemlerde istatistiksel olarak yüzde 10 anlamlılık düzeyinde küçük firmaların ticari borç oranlarında artış, orta, borsada işlem gören firma grupları oranlarında ise düşüş tahmin edilmiştir (Tablo 28). Ticari borçların aksine, banka kredileri kullanımının genel olarak para politikasına ve makroekonomik belirsizliğe daha duyarlı olduğu tahmin edilmiştir. Tablo 30’da elde edilen tahmin sonuçları, imalat sanayii firmaları için Tablo 27’de elde edilen tahmin sonuçlarıyla önemli ölçüde paralellik göstermektedir. Küçük, genç firma gruplarında bulunan firmaların para politikasının görece olarak gevşek olduğu dönemlerde banka kredisi kullanımlarını diğer firma gruplarına göre daha çok artırdıkları ve borsada işlem gören firmaların ise banka kredisi kullanma eğilimlerinde düşüş tahmin edilmiştir. Diğer yandan, imalat sanayiinde olduğu gibi hizmetler sektöründeki küçük firmaların banka kredisi kullanma oranlarının belirsizliğe olan duyarlılığının daha yüksek olduğu tahmin edilmiştir. Küçük firmalar açısından çok önemli olan banka kredilerine ulaşımını uzun yıllar olumsuz yönde etkileyen belirsizlik, ekonomideki etkin kaynak tahsisini olumsuz etkilemiştir.

**Tablo 29: Bağımlı Değişken: Ticari Borç/
(Ticari Borç + Banka Kredisi) - Hizmetler**

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LRTA	-2,351*** (10,90)	-1,977*** (6,20)	-2,647*** (11,36)	-2,326*** (9,74)	-2,359*** (7,43)	-2,308*** (10,54)	-2,300*** (10,53)
LRTA*DUM		-0,908*** (2,71)	0,992*** (2,64)	0,076 (0,15)	-0,01 (0,02)	-1,773* (1,78)	-0,632* (1,80)
LAGE	2,248*** (3,02)	0,533 (0,45)	2,676*** (3,23)	2,403*** (3,09)	1,043 (0,63)	2,186*** (2,91)	2,241*** (2,97)
LAGE *DUM		2,300* (1,68)	-1,91 (1,25)	-1,331 (0,58)	0,786 (0,48)	4,231 (0,99)	0,156 (0,15)
SOLVE	0,030*** (3,17)	0,092*** (5,45)	0,015 (1,40)	0,022** (2,22)	0,044*** (3,28)	0,029*** (3,02)	0,032*** (3,31)
SOLVE*DUM		-0,090*** (4,45)	0,066*** (2,96)	0,100*** (2,83)	-0,029 (1,54)	0,119 (1,53)	-0,047* (1,69)
PROFA	0,035** (2,10)	0,062** (2,10)	0,038** (1,98)	0,025 (1,48)	0,028 (1,14)	0,032* (1,91)	0,029* (1,69)
PROFA*DUM		-0,038 (1,06)	-0,001 (0,02)	0,136** (2,02)	0,017 (0,50)	0,438** (2,39)	0,094* (1,76)
MS	-6,202*** (18,14)	-5,692*** (11,94)	-4,914*** (11,32)	-5,339*** (12,70)	-4,658*** (9,68)	-6,272*** (18,28)	-1,631*** (4,82)
MS*DUM		-0,698 (1,38)	-0,588 (1,03)	2,577*** (3,35)	-0,784 (1,63)	3,507 (1,64)	
UNOUT	0,115 (1,52)	-0,02 (0,19)	0,169** (2,11)	0,12 (1,55)	0,173* (1,86)	0,117 (1,53)	0,116 (1,53)
UNOUT*DUM		0,197* (1,92)	-0,244** (2,10)	-0,045 (0,29)	-0,117 (1,15)	0,038 (0,09)	0,504*** (2,93)
SABİT	79,348*** (22,36)	82,069*** (21,60)	78,841*** (21,06)	77,656*** (20,06)	80,831*** (18,48)	79,107*** (22,06)	74,219*** (20,32)
R²	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 16492, Firma Sayısı: 3814.

**Tablo 30: Bağımlı Değişken: Banka Kredisi/
Toplam Yükümlülükler - Hizmetler**

DUM	Bütün Firmalar	Küçük	Orta	Büyük	Genç	Borsa	Kriz
LRTA	1,403*** (8,13)	1,220*** (4,76)	1,720*** (9,23)	1,587*** (8,35)	0,506** (1,97)	1,354*** (7,74)	1,360*** (7,78)
LRTA*DUM		1,000*** (3,70)	-0,823*** (2,70)	-0,244 (0,58)	1,581*** (4,89)	1,636** (2,05)	0,480* (1,75)
LAGE	-2,039*** (3,35)	-0,771 (0,80)	-2,309*** (3,43)	-1,860*** (2,94)	3,654*** (2,73)	-2,092*** (3,41)	-2,118*** (3,44)
LAGE*DUM		-1,362 (1,22)	1,406 (1,12)	-0,483 (0,26)	-5,145*** (3,91)	-0,957 (0,28)	0,614 (0,75)
SOLVE	-0,018** (2,48)	-0,032** (2,39)	-0,017** (2,04)	-0,014* (1,83)	-0,032*** (3,10)	-0,016** (2,19)	-0,019*** (2,59)
SOLVE*DUM		0,021 (1,33)	-0,008 (0,45)	-0,044 (1,56)	0,028* (1,90)	-0,164*** (2,75)	0,027 (1,23)
PROFA	-0,079*** (6,25)	-0,126*** (5,36)	-0,070*** (4,86)	-0,069*** (5,23)	-0,090*** (4,78)	-0,077*** (6,01)	-0,078*** (5,95)
PROFA*DUM		0,072*** (2,60)	-0,035 (1,18)	-0,142*** (2,67)	0,01 (0,37)	-0,334** (2,44)	-0,033 (0,79)
MS	4,464*** (16,66)	3,859*** (10,25)	3,577*** (10,53)	3,754*** (11,39)	3,103*** (8,21)	3,609*** (11,16)	1,180*** (4,45)
MS*DUM		0,835** (2,10)	-0,155 (0,35)	-1,644*** (2,69)	0,886** (2,36)	-4,104** (2,46)	
UNOUT	-0,147** (2,48)	-0,028 (0,34)	-0,168*** (2,69)	-0,160*** (2,63)	-0,141* (1,93)	-0,146** (2,46)	-0,148** (2,49)
UNOUT*DUM		-0,165** (2,04)	0,103 (1,13)	0,151 (1,23)	-0,003 (0,04)	-0,256 (0,75)	-0,443*** (3,32)
SABİT	19,058*** (6,72)	12,832*** (4,25)	18,470*** (6,19)	17,867*** (5,81)	11,331*** (3,25)	20,534*** (6,91)	23,071*** (7,92)
R²	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07

Parantez içindekiler sayılar z istatistiğinin değerini, * yüzde 10'luk bata payını, ** yüzde 5'lik bata payını ve *** yüzde 1'lik bata payını göstermektedir. Gözlem sayısı: 17155, Firma Sayısı: 3927

B Ö L Ü M

SONUÇ VE POLİTİKA ÇIKARIMLARI

V. SONUÇ VE POLİTİKA ÇIKARIMLARI

Mali gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1970'lerden günümüze değin geniş bir şekilde akademik ve politika düzeyinde tartışılmış, nedensellik ilişkisinin mali gelişmişlikten büyümeye doğru olduğu genel kabul görmüştür. Büyüme-finance ilişkisi kurulurken, mali gelişmenin, mali sistemin etkinliği, sermaye verimliliği ve tasarruf oranı yoluyla büyüme üzerindeki etkilerine vurgu yapılırken, firmaların yatırım ve üretimle ilgili harcamalarını finanse etme yöntemlerinin de özellikle dışsal şoklar karşısındaki dayanıklılıklarını belirlemek yoluyla büyüme üzerinde etkili olduğu ileri sürülmektedir.

Türkiye'de firmaların mali yapılarına bakıldığında, toplam mali kaynaklar içinde dış kaynakların daha büyük paya sahip olduğu ve ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredileri ve ticari borçlardan oluştuğu görülmektedir. Uzun yıllar süren makroekonomik istikrarsızlık ve yüksek kamu borçlanma gereği, devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerini artırmış ve bunların bir plasman aracı olarak kullanımının yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bu ortam, firmaların tahvil ve hisse senedi ihraç etmelerini engellemiş, kanuni altyapısı zayıf ve kayıt dışı faaliyetleri destekler potansiyele sahip olan ticari çek ve senetlerin sistem içindeki önemini artırmıştır.

Bankacılık sisteminin yatırımcı firmaları gözetleyen ve onlar hakkında bilgi derleyen bir teknolojiye sahip olması, banka kredilerini başta sermaye sorunu yaşayan girişimciler olmak üzere, firmalar açısından özel bir konuma taşımaktadır. Firma verilerine dayanılarak yapılan gözlemler, bankacılık sisteminin kaynak ihtiyacı içerisinde bulunan firmalara kaynak dağıtma işlevini etkin olarak yerine getirmediğini, banka kredilerinin toplam bankacılık kredileri içindeki paylarını artırmalarının bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyümelerini olumlu yönde etkilemediğini göstermiştir. Tahmin sonuçları, Türk bankacılık sisteminin teknolojik yenilik ve dolayısıyla yüksek katma değer üretme potansiyeli olan sektörlerdeki firmaların büyümelerini desteklemekten uzak olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Etkin işlemeyen bankacılık sisteminin, firmaların aracılık faaliyetlerinin bir bölümünü yüklenmelerine katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Mali açıdan güçlü firmalar, ortaklarına, ve kaynak ihtiyacı içinde bulunan genellikle küçük, genç, bilim ve teknoloji yoğun ve iç piyasaya yönelik çalışan firmalara açıkları ticari borçlarla mali sisteme işlerlik kazandırmışlardır. Bu yapının kayıt dışı ekonomiyi teşvik etme ve piyasa kültürünü gelişmesini engelleme türünden olumsuzlukları barındırmasına

karşın, ticari borç sağlayan firmaların, kredi sağladıkları firmalar hakkında banka ve diğer aracı kurumlara oranla daha fazla ve doğru bilgiye sahip olmaları sistemin bu yönde gelişmesinin ardındaki temel unsurdur. 2001 krizinde geri ödenmeyen ticari borç payının banka kredilerine göre düşük olması bu düşünceyi desteklemektedir.

Mali derinliğin artmasıyla firmaların daha ucuz ve yeterli kaynak sağlamaları mümkün olmakta ve dolayısıyla büyümelerini olumlu etkilemektedir. Bulgular, bütün firmalar dikkate alındığında bu görüşü desteklemektedir. Ancak, bu etkinin farklı firma grupları açısından homojen olmadığı ve küçük, bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyük firmalara oranla mali derinleşmeden daha az yararlandıklarını göstermektedir. Ampirik modelde tanımlandığı şekliyle, mali derinleşmenin hizmetlerdeki firmaların büyümelerine etkisinin önemli olmadığı görülmüştür.³⁵

Firmaların satışlarındaki büyümenin, banka kredilerinin toplam bilanço payındaki değişimden çok, ticari borç payındaki değişime daha duyarlı olması, önceki paragraflarda özetlenen yapıyı ampirik olarak doğrulamaktadır. Bununla beraber, banka kredilerinin toplam bankacılık kredileri içindeki payının, bilanço içindeki payına oranla firma büyümesi açısından daha önemli olduğu gözlenmiştir. Gerek banka kredileri gerekse ticari borç payının artması küçük firmaların büyümesine önemli bir katkı sağlamadığı tahmin edilmiştir. Bulgular, ticari borçların orta ölçekli, genç, bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyümesini desteklediği düşüncesini doğrulamaktadır. Bu bulgulardan çıkan sonuç, mevcut mali sistemin, küçük firmaların mali yapılarındaki değişimin büyüme performanslarına yansımaya izin vermediği yönündedir. Ticari borçların önemli olduğu bu yapının çeşitli sakıncalar barındırması göz önüne alındığında, mevcut sistem küçük, genç, bilim ve teknoloji yoğun firmaların büyümelerini desteklemekten uzaktır.

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz, firmaların mali yapılarında önemli değişime neden olmuştur. Öncelikle, krizden sonra firmalar daha az banka kredisi daha çok özsermaye kullanma eğilimine girmişlerdir. Krizden sonra bankacılık sektöründe yaşanan yeniden yapılanmanın, kredi sağlama konusunda bankaların daha temkinli olmasına neden olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, kriz sonrasında firmaların daha az banka kredisi kullanma eğilimine girmiş olmaları da beklenebilir. Kriz yı-

(35) King ve Levine (1993) çalışmasının tahmin ettiği katsayıların günümüzde de geçerli olduğu varsayımı altında; Türkiye'nin 2004 yılında yüzde 17 olan banka kredilerinin GSYİH'ya oranını, OECD ülkelerinin seviyesine çıkardığında (yüzde 80) Türkiye'nin kişi başına milli gelirinin ortalama olarak yıllık yüzde 2 oranında artması beklenebilir.

linda, ortaklardan ve iştiraklerden sağlanan krediler hariç, diğer kredi kalemleri paylarının artması, firmaların büyümelerini olumlu yönde etkilemiştir.

Bir başka gözlem de, beklendiği üzere, imalat sanayii firma satışlarının genel olarak toplam talepteki gelişmelerden olumlu yönde etkilendiği, ancak küçük ve orta ölçekli firmalar ile bilim ve teknoloji yoğun firmaların talep gelişmelerine diğer gruplara oranla daha fazla duyarlı olduğudur. Hizmetler sektöründe yer alan firmaların talep gelişmelerine imalat sanayii firmalarının aksine çok duyarlı olmadıkları da tahmin edilmiştir.

Türkiye’de firma finansmanında önemli bir yere sahip olan ticari borçlar, yaşanan makroekonomik belirsizliğin ve yüksek kamu kesimi borçlanma gereğinin mali sistem üzerinde yarattığı olumsuzluğun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Yapılan tahminler, ticari borç ve banka kredileri arasında bir ikame olduğunu göstermiş ve özellikle küçük, orta, genç firma gruplarında bu ikamenin daha belirgin olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç, bankacılık kaynaklarına ulaşma imkanı bulabilen bu firmaların ticari borçlardan sakınma eğiliminin yüksek olduğunu ima etmektedir. Banka kaynaklarına ulaşamayan küçük, genç firma grupları büyüme potansiyellerini değerlendirmek üzere yüksek maliyet içermesine rağmen ticari borçlanma yolunu tercih etmişlerdir. Ekonominin daraldığı dönemlerde ise, firmaların genel olarak daha fazla ticari borç kullanma eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Ancak, bu dönemlerde küçük firmaların büyük firmalara oranla daha zor ticari borç elde edebildikleri görülmektedir. Banka kredileri hacmindeki daralma sonucu büyük firmaların ticari borç kullanma eğilimine girdikleri gözlenmiştir.

Makroekonomik istikrarsızlık genel olarak ticari borç kullanımını artırmaktadır. Ancak, firma grupları bazında bakıldığında makroekonomik istikrarsızlığın büyük, borsada işlem gören, yüksek teknolojiye sahip firmaların ticari borç kullanımını artırırken küçük, genç firma gruplarının ticari borç kullanımını sınırlandırıcı etki yaptığı gözlenmektedir. Türkiye gibi uzun yıllar makroekonomik istikrarsızlık yaşanan bir ülkede ekonomik dinamizmi yüksek olan küçük, genç firmaların ticari borç sağlamalarının bile zor olması, mali sistemin içinde bulunduğu yetersizliği açıkça ortaya koymaktadır.

Bu bulgular ışığında, firmaların mevcut mali yapısında değişime olanak sağlayacak reformlara ihtiyaç bulunduğu açıktır. Öncelikle, mali işlemlerin daha etkin bir düzeyde kayıt altına alınması ve orta dönemde ticari borçların tahvil ihraçlarıyla ika-

me edilmesinin yollarının bulunması gerekmektedir. Küçük ve orta ölçekli firmaların, standart olmayan üretim süreçlerini geliştirme ve hizmetler sektörüne yönelmeleri konusunda yeterince esnekliğe sahip olmaları, firmaların istihdam yaratıcı konumunu güçlendirerek sürdürülebilir büyümeyi destekleyecektir. Aracı kurumların, asimetrik bilgi potansiyeline sahip olan bu firmalara yönelik olarak uzmanlaşması ve bunların ürettiği projelere aktif danışmanlık hizmeti sağlamaları gerekmektedir. Bu çerçevede, risk sermayesinin bir finansman yöntemi olarak yaygınlık kazanması yönünde gerekli hukuki altyapının geliştirilmesi ve teşvik edilmesi düşünülebilir. Bu noktada, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin, kredilendirilmelerine olanak tanıyacak şekilde mali raporlarını düzenlemeleri, uzmanlaşmış bankacılık ile risk sermayesi kurumlarının daha etkin çalışmaları açısından önem kazanmaktadır.

Basel II'in öngördüğü düzenlemeler çerçevesinde küçük ve orta ölçekli firmaların risk ağırlığının yüzde 75 düzeyinde sabitlenmesi, bankacılık sisteminin bu firmalara kredi sağlamalarını teşvik edecek niteliktedir. Özellikle uluslararası standartlarda güvenilir mali tablolar üreten ve mali yapıları sağlam olan küçük ve orta ölçekli firmaların bankacılık sisteminden daha kolay kaynak sağlamaları mümkün olabilecektir. Ancak, sermaye açısından yetersiz küçük ve orta ölçekli firmaların Basel II çerçevesinde de bankalardan kredi sağlamalarındaki güçlükler devam edecektir. Bu firmaların sermaye yapılarını güçlendirecek finansman yöntemlerinin geliştirilmesi gerekliliği ortadadır. Bunun için, ilk aşamada, sermaye ortaklığı ve risk sermayesi uygulamalarının yaygınlaştırılması uygun seçenekler olarak görülmektedir.

KAYNAKLAR

- Agarwal, S. ve H. Mohtadi, 2004, "Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries", *Global Finance Journal*, 15(1), 57-70.
- Altman, E. ve G. Sabato, 2005, "Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SMEs", New York University Working Paper.
- Aydın, H., İ. C. Kaplan, ve C. Yalçın, 2005, "Does Government Borrowing Crowded out the Investment of the Turkish Corporate Firms?", devam eden çalışma, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.
- Ayyagari, M., T.Beck ve A.Demirgüç-Kunt, 2003, "Small and Medium Enterprises across the Globe", *World Bank Policy Research Working Paper*, 3127, Washington D.C.
- Baum, C., M. Çağlayan ve N. Özkan, 2003, " The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Trade Credit for Non-Financial Firms", *Boston College Working Paper*.
- Baum, C., M. Çağlayan ve N. Özkan, 2005, " The Second Moments Matter: The Response of Bank Lending Behaviour to Macroeconomic Uncertainty", *Boston College Working Paper*.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, R. Levine ve V. Maksimovic, 2001, "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence", içinde *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 189- 241.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, ve R. Levine, 2004, "Finance, Firm Size, and Growth", *NBER Working Paper*, No. 10983.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, ve R. Levine, 2003, "SME's, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence", <http://www.worldbank.org/research/bios/tbeck/sme.pdf> adresinden sağlanabilir.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt ve V. Maksimovic, 2004, "Financing Patterns Around The World: Are Small Firms Different?", [http://www.worldbank.org/research/projects/sme/Financing%20 Patterns091604.pdf](http://www.worldbank.org/research/projects/sme/Financing%20Patterns091604.pdf) adresinden sağlanabilir.
- Belke, A., R. Fehn ve N. Foster, 2003, "Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?", *Cesifo Working Paper*, No. 930.
- Becsi, Z. ve P. Wang, 1997, "Financial Development and Growth", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 1997/IV.

- Berlin, M. ve L. J. Mester, 1999, "Deposits and Relationship Lending", *Review of Financial Studies*, 12(3), 579-607.
- Bernanke, B.S., M.Gertler ve S. Gilchrist, 1996, "Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- , 1998, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework" *Handbook of Macroeconomics* içinde, editörler Taylor ve Woodford, Cilt 1C, Bölüm 21, 1341-93 (Elsevier).
- Bhat, R., 2004, " Substitution of Trade Credit for Bank Credit: Empirical Study of Financing Behaviour of *Indian Manufacturing Companies Using Panel Data*", *Indian Institute of Management*.
- Boot, A.W., 2000, "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*.
- Chee, K, K.Smith ve R. Smith, 1999, " Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Inter-firm Trade", *The Journal of Finance*, 54(3), 1109-1129.
- Civan, M. ve M. Tekinkuş, 2002, "Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Avrupa Birliği'ne Uyum Süreci; Gaziantep Örneği", ODTÜ VI. Uluslararası Ekonomi (ERC) Konferansı, 11-14 Eylül 2002, Ankara.
- Claessens, S.ve L. Laeven, 2005, "Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, 3481.
- Coricelli, F. ve I. Masten, 2004, " Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit", *IMF Yayını*, Nisan.
- Cull, R., L.E. Davis, N.R.Lamoreaux, ve J. Rosenthal, 2005, "Historical Financing of Small-and Medium Size Enterprises", *NBER Working Paper* No: 11695.
- Çetin, M., 2000, "Avrupa Birliği'nde KOBİ'lere Yönelik Teknoloji Politikaları", *Dış Ticaret Dergisi*, Ekim, Dış Ticaret Müsteşarlığı.
- Delanney, A. ve L. Weill, 2004, "The Determinants of Trade Credit in Transition Countries", Robert Schuman University, Şubat.
- Demirgüç-Kunt, A. ve R. Levine, 2001, "Bank-base and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparison Overview ", içinde: *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 81-140.
- Demirgüç-Kunt, A., ve V. Maksimovic, 1998, "Law, Finance and Firm Growth", *Journal of Finance*, 53, 2107-2137.
- Denizer, C.A., M.N.Gültekin ve N.B.Gültekin, 2000, "Distorted Incentives and Financial Development in Turkey", basılmamış çalışma, Dünya Bankası.

- Domowitz, I., J.Glen ve A. Madhavan, 2001, "International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions", içinde *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 263-295.
- Driffill, J., 2003, "Growth and Finance," *The Manchester School* 71(4), Özel sayı.
- Dünya Bankası, 2005, "Access to Finance for SMEs", Project Information Document Concept Stage, Nisan.
- Elliehausen, G.E. ve J.D. Wolken, 1993, " The Demand for Trade Credit: An Investigation of Motives for Trade Credit Use by Small Business" *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Eylül.
- Erkumay, A., 2000, "KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması", Yeterlilik Etüdü, Ekim.
- Ersel, H. ve G. Sak, 1997, "Corporate Sector Behaviour Under Uncertainty: The Case of Turkey in the 1990's", Regional Trade, Finance and Labour Market in Transition konulu 4. ERF Konferansında sunulan tebliğ, Beyrut Amerikan Üniversitesi.
- Fisman, R. ve I. Love, 2003, "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *The Journal of Finance*, 58(1), 353-374.
- Fok, R.C.W., Y. Chang ve W. Lee, 2004, " Bank Relationships and their Effects on Firm Performance Around the Asian Financial Crisis: Evidence from Taiwan". *Financial Management*, Yaz, 89-112.
- Galindo, A. ve F.Schiantarelli, 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.
- Gallego, F. ve N. Loayza, 2001, "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects", içinde *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 299-346.
- Ge, Y. ve J.Qui, 2005, "Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit", <http://forum.ccer.edu.cn/forum/upload/211.211-2005-5-7-16-57-7.pdf> adresinden sağlanabilir.
- Gibson, B., 2002, "A Cluster Analysis Approach to Financial Structure in Small Firms in the United States", <http://www.usasbe.org/knowledge/proceedings/2002/33.pdf> adresinden ulaşılabilir.

- Glen, J. ve A. Singh, 2003, "Capital Structure, Rates of Return and Financing Corporate Growth: Comparing Developed and Emerging Markets, 1994-00", *ESRC Centre for Business Research Working Papers*, No. 265.
- Gönenç, H., 2003, "Capital Structure under Micro Institutional Settings: The Case of Turkey," *Journal of Emerging Market Finance*, 3, 30-45.
- IMF, 2005, "Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues", Ch. 4, Washington DC.
- İstanbul Sanayi Odası Ekonomik Durum Tespit Anket Çalışması Sonuçları 2003/II, 2004/I-II.
- Kar, M. ve E.J. Pentecost, 2000, "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue", *Economic Research Paper*, No. 00/27.
- King, R., G., ve R. Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Klapper, L. F., V. Sarria-Allende ve V. Sulla, 2002, "Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2933.
- Kiyotaki, N. ve J. Moore, 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Kohler, M., E. Britton ve T.Yates, 2000, " Trade Credit and the Monetary Transmission Mechanism", *Bank of England Working Paper Series*, No: 115.
- KOSGEB, 2004, " KOBİ Ekonomisi: KOBİ'ler ve Bankacılık", Ekonomik ve Strateji Araştırmalar Merkez Müdürlüğü, Ocak, <http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html> adresinden sağlanabilir.
- Leahy, M., S. Schich, G. Wehinger, F. Pelgrin, ve T. Thorgeirsson, 2001, "Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries", *Economics Department Working Paper*, No: 280, OECD.
- Levine, R. ve S. Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *The American Economic Review*, 88 (3), 537-558.
- Levine, R., 2004, "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, No. 10766
- Levine R. ve M.Carkovic, 2002, " Finance and Growth: New Evidence and Policy Analyses for Chile", *Central Bank of Chile Working Papers*, No: 157.
- Liu, W. ve C. Hsu, 2004, "Financial Structure, Corporate Finance and Growth of Taiwan's Manufacturing Firms", www.econ.ntu.edu.tw/pub/pub_cminghsu.pdf adresinden sağlanabilir.

- Loayza, N. ve R. Ranciere, 2005; " Financial Development, Financial Fragility, and Growth" *IMF Working Paper* No: 05/170, 1-31.
- Manning, M., J., 2003, "Finance Causes Growth: Can We Be So Sure? ", *Contributions to Macroeconomics*, 3 (1).
- Mateut, S. ve P. Mizen, 2003, "Trade Credit and Bank Lending: An Investigation into the Determinants of UK Manufacturing Firms' Access to Trade Credit", *European University Institute Economics Working Paper*.
- Mateut, S., S. Bougheas ve P. Mizen 2005, " Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission", *European Economic Review*, forthcoming
- Mayer, C., K. Schoors, Y. ve Yafeh, 2003, " Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK", *NBER Working Paper* No: 9645.
- Mizen, P. ve C. Yalçın, 2003, Corporate Finance When Policy Tightens: How Do Banks and Non-Banks Affect Access to Credit? *EIFC Working Paper* No: 03-18.
- Modigliani, F. ve M. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Myers, S. ve N. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have" *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nielson, J.H., 2002, " Trade Credit and the Bank Lending Channel", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34(1), 226-252.
- Nuhoglu, İ., 2000, "The Structure of Financing in an Emerging Market: Turkey", *Boğaziçi Journal*, 14(2), 63-81.
- OECD, 2004a, "Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy: Towards A More Responsible and Inclusive Globalisation", 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium-Sized Enterprises, İstanbul-Türkiye, Haziran.
- OECD, 2004b, "Small and Medium-Sized Enterprises in Turkey: Issues and Policies" OECD Yayını.
- OECD, 2005, "SME and Entrepreneurship Outlook", OECD Yayını.
- Özdemir, K. A., 2004, " Fiscal Issues, the Central Bank and Monetary Policy in Turkey" Ph.D. Thesis, *the University of Sheffield, Economics Department*, Kasım.
- Pagano, M. 1993, "Financial Markets and Growth, An Overview", *European Economic Review*, 37, 613-622.

- Peterson, M. ve R. Rajan, 1997, "Trade Credit: Theories and Evidence", *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
- Peterson, M. ve R. Rajan 1994, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- Rajan, R.G., 1992, "Insiders and Outsiders: the Choice Between Informed and Arms-Length Debt", *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Rajan, R. G., ve L. Zingales, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- , 1998, "Financial Dependence and Growth", *The American Economic Review*, 88 (3), 559-586.
- Saurina, J.ve C. Trucharte, 2003, "The Impact of Basel II on Lending to Small and Medium-Sized Firms: A Regulatory Policy Assessment Based on the Spanish Credit Register", *Bank of Spain Working Paper*, 1-26.
- Schmukler, S. ve E.Vesperoni, 2001, "Globalisation and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies", *International Monetary Fund Working Paper*, No: 01/95.
- Shiffer, M. ve B. Weder, 2001, "Firm Size and The Business Environment: Worldwide Survey Results", *IFC Discussion Paper* 43.
- Türkiye Bankalar Birliği, 2004, " Risk Yönetimi ve Basel-II'nin KOBİ'lere Etkileri", *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, No: 228.
- Tsuru, K., 2000, "Finance and Growth: Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature", *OECD Economics Department Working Papers*, No.228.
- Türkan, E., 2003, "Türk Bankacılık Sektöründe Aracılık Maliyetleri: Milli Ekonomi Açısından Ayak Bağ mı? ", ODTÜ Ekonomi Kongresinde Yapılan Sunuş.
- , 2004, "Türk Ekonomisinde Makro Kredi Kanalı: Ölçek ve Kalite Açısından Bir Değerlendirme", *Yayınlanmamış Çalışma*, TCMB.
- Ünalımsı, D., 2002, "The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey", *Çalışmalar, TCMB*, No.3.
- Yılmaz, F., 2003, " Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler", İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü.
- Yılmaz, E. ve O. Kayalica, 2002, "Türkiye`de Finans ve Büyüme: Nedensellik İlişkisi," *İMKB Dergisi*, 6(24).
- Yüksel, A., 2005, "Basel-II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri", Araştırma Raporları: 2005/4 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.

EK

Tablo A1: Mali Gelişme ve Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Bazı Bulgular

Bağımlı Değişkenler: Büyüme Göstergeleri													
	King and Levine (1993)				Rajan & Zingales (1998)		Levine and Zervos (1998)				Manning (2003)		
	M. Gelir büyümesi (a)	Sermaye birikimi (b)	Verimlilik büyümesi (c)	Etkinlikteki iyileşme (d)	Sanayi büyümesi (e)		Milli gelir büyümesi (a)	Sermaye birikimi (b)	Etkinlikteki iyileşme (d)	Sanayi büyümesi (e)	Sanayi büyümesi (e')	Sanayi büyümesi (e'')	
Finansal derinlik (1)	0,02***	0,02***	0,10***	0,02**									
Bankacılık (2)	0,03***	0,02**	0,13***	0,03**									
Özel sektöre krediler/Toplam krediler	0,03***	0,02**	0,12***	0,03***									
Özel sektöre krediler/GDP	0,03***	0,03***	0,10***	0,03***									
Sanayi payı (3)					0,12***	0,01***	0,01***	0,02***	0,01**	0,01***	-0,01	0,29***	
Aktifleştirme oranı (4)					-0,91***	-0,90***	-0,64***						
Muhasebe standardı (5)					0,07***			0,02**	0,09***	0,01			
Devir oranı (6)							0,03***	0,02***	0,02***	0,02***	0,07*	0,22***	
İşlem Değeri (7)							0,07**	0,08**		0,06***			
Açıklayıcı Değişkenler: Finansal Gelişme Göstergeleri	1960-89 döneminde 77 ülkeli analiz				1980-1990 döneminde 42 ülke ve 36 sanayi dalı ile analiz				1976-93 döneminde 47 ülkeli analiz				
					Rajan & Zingales (1998) verisi kullanılıyor								

(1): $M2Y / GDP$; (2): *Mevduat bankalarının toplam iç varlıkları / Mevduat bankalarının ve merkez bankasının toplam iç varlıkları*; (a): *Kişi başı reel GSMH büyümesi*; (b): *Kişi başı reel fiziki sermaye stoğundaki büyüme*; (c): *Brüt yatırımlar / GDP*; (d): *(a)-(b)*; $K=0.3$ varsayılmıştır; (e): *Söz konusu sanayi dalının incelenen dönemdeki reel katma değerindeki yıllık bileşik büyüme oranı*; (e'): *OECD ülkeleri için, (e'')*: *OECD*

Tablo A2: 1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları ^{(1), (2)}
(Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)

	İmalat Sanayii										
	Tüm Firmalar	Toplam İmalat	Hızlı Büyüyen Firmalar	Yavaş Büyüyen Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Genç Firmalar	Yaşlı Firmalar	İhracat Perform. Düşük Firmalar	İhracat Perform. Yüksek Firmalar	Bilgi Tekno. Yoğun Firmalar
1995											
Cari Yükümlülükler	56,27	53,47	53,33	53,61	56,76	48,91	59,72	49,80	53,65	56,09	52,45
Kısa Vadeli Krediler	18,28	19,33	18,86	19,79	18,10	19,58	21,58	18,19	14,03	25,60	14,30
Kısa Vadeli Banka Kredileri	17,96	19,12	18,65	19,58	17,87	19,27	21,44	17,94	14,01	25,48	13,93
Kısa Vadeli Ticari Krediler	23,45	21,78	22,63	20,96	24,81	18,12	26,50	19,09	25,36	19,83	20,21
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	10,47	9,43	9,01	9,83	16,83	3,78	14,45	6,76	16,13	6,62	9,20
Uzun Vadeli Borçlar	6,94	6,54	6,64	6,44	5,04	8,61	6,08	6,81	5,48	6,41	7,17
Özkaynak	36,79	39,99	40,03	39,95	38,19	42,48	34,21	49,80	40,87	37,50	40,38
Gözlem Sayısı	4 319	2 272	1 117	1 155	683	663	841	1 431	242	962	473
2000											
Cari Yükümlülükler	56,64	53,77	52,56	54,94	55,95	50,88	58,12	56,09	55,13	58,00	52,45
Kısa Vadeli Krediler	20,13	22,10	20,84	23,41	19,11	24,42	23,71	21,19	12,34	30,37	18,35
Kısa Vadeli Banka Kredileri	19,81	21,71	20,48	23,00	18,60	24,10	23,47	20,72	12,14	30,06	17,86
Kısa Vadeli Ticari Krediler	22,75	21,37	22,13	20,63	24,13	17,01	24,11	19,83	26,62	19,38	20,27
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	9,01	7,41	5,90	8,87	14,67	3,87	9,71	6,62	15,65	4,80	7,10
Uzun Vadeli Borçlar	9,02	8,86	8,52	9,19	6,08	12,64	7,52	9,65	7,64	9,29	9,07
Özkaynak	34,33	37,37	38,92	35,87	37,97	36,48	34,37	37,50	37,23	32,72	38,48
Gözlem Sayısı	4 319	2 272	1 117	1 155	683	663	841	1 431	242	962	473
2001											
Cari Yükümlülükler	57,34	55,21	53,21	57,15	55,42	55,01	57,96	53,60	55,07	59,85	53,42
Kısa Vadeli Krediler	19,34	21,39	19,79	23,06	16,15	25,82	21,19	21,50	10,59	29,29	19,24
Kısa Vadeli Banka Kredileri	19,07	21,17	19,53	22,88	16,08	25,49	21,03	21,25	10,47	29,10	19,00
Kısa Vadeli Ticari Krediler	23,20	22,23	22,81	21,67	25,02	18,38	24,78	20,74	25,91	21,36	20,11
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	11,10	8,88	6,88	10,83	16,76	4,73	11,51	7,48	18,19	5,45	8,57
Uzun Vadeli Borçlar	12,81	10,28	9,94	10,61	6,80	15,24	8,16	11,53	8,20	10,72	10,88
Özkaynak	29,85	34,51	36,86	32,24	37,79	29,75	33,89	34,88	36,73	29,43	35,70
Gözlem Sayısı	4 319	2 272	1 117	1 155	683	663	841	1 431	242	962	473
2002											
Cari Yükümlülükler	53,37	51,46	49,82	53,04	53,60	48,60	54,90	49,44	53,92	55,42	50,59
Kısa Vadeli Krediler	13,86	16,73	16,69	16,76	12,42	19,20	16,98	16,58	6,96	24,07	13,79
Kısa Vadeli Banka Kredileri	13,67	16,57	16,49	16,64	12,36	18,85	16,89	16,38	6,94	23,94	13,64
Kısa Vadeli Ticari Krediler	21,30	20,89	21,55	20,25	22,70	18,44	22,89	19,71	25,12	20,29	20,38
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	8,35	7,10	4,84	9,27	12,99	4,02	9,04	5,97	14,07	4,84	6,85
Uzun Vadeli Borçlar	10,69	10,17	9,11	11,19	6,25	17,44	8,34	11,25	6,72	11,50	10,98
Özkaynak	35,94	38,37	41,06	35,77	40,15	33,97	36,76	39,32	39,36	33,08	38,43
Gözlem Sayısı	4 319	2 272	1 117	1 155	683	663	242	962	242	962	473
2003											
Cari Yükümlülükler	52,14	49,33	47,85	50,75	51,74	45,09	53,14	47,09	49,84	52,35	49,27
Kısa Vadeli Krediler	14,12	16,98	17,22	16,74	14,53	17,87	17,32	16,78	9,21	22,84	13,58
Kısa Vadeli Banka Kredileri	13,85	16,73	16,97	16,49	14,38	17,48	17,11	16,50	8,98	22,63	13,30
Kısa Vadeli Ticari Krediler	20,32	19,64	20,09	19,20	20,93	17,07	21,64	18,46	20,71	19,24	20,24
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	8,29	6,39	4,50	8,29	11,24	3,31	8,13	5,41	12,76	4,78	6,07
Uzun Vadeli Borçlar	10,03	9,56	8,80	10,29	6,33	15,22	8,54	10,16	6,76	10,92	10,31
Özkaynak	37,84	41,11	43,35	38,96	41,93	39,69	38,33	42,75	43,40	36,72	40,42
Gözlem Sayısı	4 319	2 272	1 117	1 155	683	663	242	962	242	962	473

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları

(1): 1995-2003 döneminde bilgilerini sürekli bir şekilde rapor eden firmalara ait ortalama değerler.

(2): Firmalar 1995-2003 dönemi ortalama değerleri kullanılarak yüksek-düşük büyüme, küçük-büyük, genç-yaşlı, ihracatı performansı düşük-yüksek ve bilim ve teknoloji yoğun firmaları olarak ayrıştırılmıştır. Satışlarındaki ortalama büyümenin yüksek olduğu ilk yüzde 50’lik dilimdeki firmalar hızlı büyüyen, geri kalanı yavaş büyüyen, 50 kişiden az işçi çalışıran firmalar küçük, 200 işçiden çok çalıştıran büyük, 18 yaşından küçük firmalar genç, bu yaştan büyük firmalar yaşlı, ihracat yapmayan firmalar ihracat performansı düşük, en yüksek ihracat payı olan yüzde 25’lik firma dilimi yüksek ve ihracat makina ve teçhizat; elektrikli ve optik aletler; elektrikli makinalar ve aletler, radyo, televizyon, iletişim cihaz ve aletleri; tıbbi cihazlar, hassas ölçüm aletleri, optik gereçler ve saat; ulaşım araçları gibi sektörlerde faaliyet gösteren firmalar bilim ve teknoloji yoğun olarak sınıflandırılmışlardır.

Tablo A3: 1995-2003 Döneminde Türkiye’de Firmaların Mali Kaynakları: Hizmetler Sektörü ^{(1), (2)} (Toplam bilanço büyüklüğü içindeki yüzde pay)

	Toplam Hizmetler	Hızlı Büyüyen Firmalar	Yavaş Büyüyen Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Genç Firmalar	Yaşlı Firmalar	İhracat Perform. Düşük Firmalar	İhracat Perform. Yüksek Firmalar
1995									
Cari Yükümlülükler	60,78	61,52	60,12	62,21	56,82	59,75	61,82	58,12	61,88
Kısa Vadeli Krediler	16,45	15,91	16,93	17,37	12,63	16,02	16,83	12,15	28,02
Kısa Vadeli Banka Kredileri	15,98	15,51	16,40	16,76	12,58	15,29	16,59	11,59	27,86
Kısa Vadeli Ticari Krediler	26,44	24,92	27,76	30,57	17,23	28,68	24,28	24,73	24,41
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	11,56	12,28	10,91	14,28	5,07	13,76	9,37	13,79	8,31
Uzun Vadeli Borçlar	6,85	7,08	6,65	5,53	10,97	7,17	6,53	7,11	7,96
Özkaynak	32,37	31,40	33,23	32,26	32,21	33,08	31,65	34,77	30,16
Gözlem sayısı	1845,00	871,00	974,00	1174,00	215,00	929,00	916,00	980,00	297,00
2000									
Cari Yükümlülükler	60,87	60,67	61,06	62,48	57,13	59,90	61,85	58,02	66,78
Kısa Vadeli Krediler	17,02	15,39	18,60	18,57	13,94	18,49	15,73	13,33	29,12
Kısa Vadeli Banka Kredileri	16,80	15,26	18,28	18,38	13,80	18,30	15,47	13,16	28,68
Kısa Vadeli Ticari Krediler	25,01	24,17	25,77	28,92	16,41	26,82	23,25	23,60	24,24
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	10,92	8,40	13,20	14,15	5,08	11,31	10,56	11,36	12,76
Uzun Vadeli Borçlar	8,78	9,45	8,19	7,04	13,29	8,92	8,64	8,74	10,65
Özkaynak	30,35	29,89	30,76	30,47	29,58	31,17	29,51	33,24	22,57
Gözlem sayısı	1845,00	871,00	974,00	1174,00	215,00	929,00	916,00	980,00	297,00
2001									
Cari Yükümlülükler	60,83	61,21	60,49	62,64	57,12	59,90	61,77	57,45	66,92
Kısa Vadeli Krediler	16,18	15,49	16,86	17,31	15,88	16,71	15,72	12,55	29,09
Kısa Vadeli Banka Kredileri	15,86	15,31	16,40	17,15	15,60	16,34	15,44	12,30	28,71
Kısa Vadeli Ticari Krediler	24,87	24,65	25,07	28,34	16,23	27,34	22,45	22,35	26,02
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	14,14	11,34	16,67	18,52	6,37	15,52	12,83	15,66	13,55
Uzun Vadeli Borçlar	15,90	11,09	20,19	17,07	16,90	10,52	21,35	20,65	12,68
Özkaynak	23,28	27,70	19,32	20,29	25,98	29,58	16,88	21,89	20,40
Gözlem sayısı	1845,00	871,00	974,00	1174,00	215,00	929,00	916,00	980,00	297,00
2002									
Cari Yükümlülükler	56,46	56,95	56,02	58,48	50,78	55,96	56,96	53,60	60,77
Kısa Vadeli Krediler	10,62	9,83	11,35	11,05	9,27	10,56	10,69	7,47	19,75
Kısa Vadeli Banka Kredileri	10,40	9,73	11,02	10,88	9,07	10,31	10,50	7,22	19,43
Kısa Vadeli Ticari Krediler	22,30	22,43	22,18	25,21	15,17	23,63	20,95	19,46	24,58
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	9,62	7,07	11,94	11,85	4,44	10,73	8,51	9,90	8,41
Uzun Vadeli Borçlar	10,99	11,10	10,89	8,95	19,76	10,88	11,10	11,01	14,83
Özkaynak	32,55	31,95	33,09	32,58	29,47	33,16	31,94	35,39	24,39
Gözlem sayısı	1845,00	871,00	974,00	1174,00	215,00	929,00	916,00	980,00	297,00
2003									
Cari Yükümlülükler	55,80	55,25	56,28	57,81	48,87	54,75	56,86	54,38	58,63
Kısa Vadeli Krediler	10,79	10,41	11,15	11,98	7,97	11,07	10,52	8,42	18,71
Kısa Vadeli Banka Kredileri	10,53	10,16	10,89	11,70	7,85	10,73	10,34	8,07	18,40
Kısa Vadeli Ticari Krediler	21,63	21,93	21,35	24,04	15,28	23,55	19,70	19,52	22,43
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	10,08	6,93	13,00	12,13	4,12	9,82	10,35	10,82	9,68
Uzun Vadeli Borçlar	10,17	9,66	10,62	8,27	18,50	9,85	10,49	10,35	12,75
Özkaynak	34,04	35,09	33,10	33,91	32,63	35,40	32,66	35,27	28,62
Gözlem sayısı	1845,00	871,00	974,00	1174,00	215,00	929,00	916,00	980,00	297,00

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları

(1): 1995-2003 döneminde bilgilerini sürekli bir şekilde rapor eden firmalara ait ortalama değerler.

(2): Firmalar 1995-2003 dönemi ortalama değerleri kullanılarak yüksek-düşük büyüme, küçük-büyük, genç-yaşlı, ihracatı performansı düşük-yüksek ve bilim ve teknoloji yoğun firmaları olarak ayrıştırılmıştır. Satışlarındaki ortalama büyümenin yüksek olduğu ilk yüzde 50’lik dilimdeki firmalar hızlı büyüyen, geri kalanı yavaş büyüyen, 50 kişiden az işçi çalışıran firmalar küçük, 200 işçiden çok çalıştıran büyük, 18 yaşından küçük firmalar genç, bu yaştan büyük firmalar yaşlı, ihracat yapmayan firmalar ihracat performansı düşük, en yüksek ihracat payı olan yüzde 25’lik firma dilimi yüksek ve ihracat makina ve teçhizat; elektrikli ve optik aletler; elektrikli makinalar ve aletler; radyo, televizyon, iletişim cihaz ve aletleri; tıbbi cihazlar, hassas ölçüm aletleri, optik gereçler ve saat; ulaşım araçları gibi sektörlerde faaliyet gösteren firmalar bilim ve teknoloji yoğun olarak sınıflandırılmışlardır.



TÜSİAD BÜYÜME STRATEJİLERİ DİZİSİ

TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:1. *"Türkiye'de Büyüme Perspektifleri: Makroekonomik Çerçeve/Dinamikler/Strateji"*. Ümit İzmen, Kamil Yılmaz, Alpay Filiztekin. Haziran, 2005. <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/buyume/No1.pdf>

TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:2. *"Türkiye'de Yeniden Yapılanma Arayışları: Seçilmiş Sektör/Kurum/Politika Örnekleri"*. TÜSİAD Genel Sekreterliği. Haziran, 2005. <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/buyume/No2.pdf>

TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:3. *"Türkiye'nin Üretim Yapısı: Girdi-Çıktı Modeli ile Temel Bulgular"*. Gülay Günlük Şenesen. Haziran, 2005. <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/buyume/No3.pdf>

TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:4. *"Türkiye'de Bölgesel Gelişme Politikaları: Sektör-Bölge Yığılma Örnekleri"*. Lütfi Elvan, Nevin Sorguç, Leyla Bilen Kazancık, Ahmet Öztürk. Eylül, 2005. <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/buyume/No6.pdf>

TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:5. *"Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı: Mali Gelişmişlik/Firma Mali Yapısı"*. Cihan Yalçın, Olcay Yücel Çulha, Pınar Özbay Özlü. Kasım, 2005. <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/buyume/No7.pdf>

