

İŞLETMELERİN AR-GE VE PAZARLAMA HARCAMALARININ PAY DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ



Kafkas Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi
KAÜİBFD
Cilt, 10, Sayı 19, 2019
ISSN: 1309 – 4289
E – ISSN: 2149-9136

Makale Gönderim Tarihi: 06.06.2018

Yayına Kabul Tarihi: 14.12.2018

Mehmet ÖZER
Araştırma Görevlisi
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
mehmetoz24@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-5777-3165

İlker GÜLENCER
Araştırma Görevlisi
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
İlker.gulencer@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-4173-8808

ÖZ | Bilimsel gelişmenin ve buna paralel olarak teknolojiadaki gelişmelerin hızı, işletmelerin ar-ge yatırımlarına daha fazla yönelmesine imkân tanımaktadır. Bununla birlikte yoğun küresel rekabet, işletmeleri başarılı olabilmek için farklı pazarlama anlayışlarına sevk etmektedir. Bu iki araç, firmaların ayırt edici yeteneklerini geliştirmekte ve firmalara yeni rekabet avantajları sağlamaktadır. Böylece işletme performansı da bu avantajlardan olumlu şekilde etkilenmektedir. İşletmelerin pay senedi değerleri de bu avantajlardan etkilenen unsurlardan bir tanesidir. Bu çalışmada işletmelerin yapmış oldukları pazarlama ve ar-ge harcamalarının pay senedi değeri üzerindeki etkisini keşfetmek hedeflenmiştir. Bu doğrultuda Türkiye’de çimento sektöründe faaliyet gösteren ve BİST’de işlem gören üç işletme seçilmiş ve bu işletmelerin finansal tablolarından elde edilen verilerle panel regresyon analizi yapılmıştır. Elde edilen bulguların çoğunluğu, literatürle tutarlı görülmektedir. Literatürle uyumlu olmayan sonuçların araştırma kısıtlarından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Pazarlama harcamaları, ar-ge harcamaları, pay değeri, marka değeri, firma değeri

JEL Kodu: G10, L20, M31

Alanı: İşletme

Türü: Araştırma

DOI: 10.9775/kauibfd.2019.003

Atıfta bulunmak için: Özer, M. & Güleincer, İ. (2019). İşletmelerin AR-GE ve pazarlama harcamalarının pay değeri üzerindeki etkisi. *KAÜİBFD*, 10(19), 52-73.

THE EFFECTS OF R&D AND MARKETING EXPENSES ON STOCK VALUE



Kafkas University
Economics and Administrative
Sciences Faculty
KAUJEASF
Vol. 10, Issue 19, 2019
ISSN: 1309 – 4289
E – ISSN: 2149-9136

Article Submission Date: 06.06.2018 Accepted Date: 14.12.2018

Mehmet ÖZER
Research Assistant
Ankara University
Faculty of Political
Sciences
mehmetozer24@gmail.com
ORCID ID:0000-0002-
5777-3165

İlker GÜLENÇER
Research Assistant
Ankara University
Faculty of Political
Sciences
ilker.gulencer@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-
4173-8808

ABSTRACT | Scientific and technological developments lead firms to be more R&D oriented. Furthermore, intense global competition encourages firms to different marketing approaches for business success. These two instruments develop distinctive capabilities of firms and provide new competitive advantages to the firm. Thus, firm performance is influenced by these advantages in a positive way. Stock value is also affected by these advantages. In this study, we investigated the effects of marketing and R&D expenses on stock value. In this direction, we selected three firms which operate in the cement sector and are traded in BIST. After obtaining the data, panel data regression analysis has been used to explore the research problem. According to the findings, marketing and R&D expenditures effect stock values positively. Most of the results are consistent with the previous studies. There are some inconsistent results that are thought to stem from the research constraints.

Keywords: *Marketing expenditures, R&D expenditures, stock value, brand equity, firm value*

Jel codes: *G10, L20, M31*

Scope: *Business Administration*

Type: *Research*

Cite this Paper: Özer, M. & Gülençer, İ. (2019). The effects of R&D and marketing expenses on stock value. *KAUJEASF*, 10(19), 52-73.

1. GİRİŞ

Rekabette başarılı olmak ve paydaşlara daha üstün değer sunmak için yönetim kademeleri, firmaların ayırt edici yeteneklerini geliştirmeyi ve firmaya yeni rekabet avantajları sağlamayı amaçlamaktadır (Andras & Srinivasan, 2003, s. 81). Hızlı bilimsel gelişmenin ve yoğun küresel rekabetin olduğu mevcut ekonomi çevresinde dünyadaki birçok firma ar-ge harcamalarını arttırmakta ve reklam gibi pazarlama projelerine ağırlık vermektedir. Ar-Ge ve pazarlama harcamalarının gelecekteki ekonomik faydaya katkısı olup olmadığı; muhasebe alanında hem akademik hem de pratik anlamda en önemli konulardan birisidir (Han & Manry, 2004, s.155). Örneğin Amerikan işletmeleri rekabet avantajı ve başarı için reklam faaliyetlerinin çok önemli olduğuna inanmakta ve reklam faaliyetleri için milyarlarca dolar harcamaktadır. Pazarlama faaliyetlerinin yanı sıra rakipler karşısında rekabet avantajı yakalamanın bir diğer yolu da üstün performans ve yenilikçi özelliklere sahip ürün ve hizmetler sunmaktır. Bu avantaja sahip olmak, işletmelerin ar-ge'ye verdikleri öneme ve ar-ge için ayırdıkları bütçeye bağlıdır (Andras & Srinivasan, 2003, s. 82).

İşletmelerin temel amaçlarından birisi işletme sahip ya da ortaklarının gelecekte elde edebilecekleri getirilerini maksimum düzeye çıkarmaktır (Topuz & Akşit, 2013, s. 54). Buna göre çağdaş işletmecilik anlayışında temel hedef kar maksimizasyonundan, pay senedi sahiplerinin piyasa değerinin maksimuma çıkarılmasına dönüşmüş durumdadır. Bu durumda karlılık rakamları daha yüksek olan ya da daha yüksek satış rakamları yakalayan işletmeler değil, piyasa değerini en üst noktaya çıkarabilen işletmeler hedeflerine ulaşmış olacaktır (Demir, 2005, s. 79). Pay senedi fiyatları, firmaların gelecekte beklenen değerini yansıtmaktadır. Bu değer yatırımcılar üzerindeki doğrudan etki şekliyle pazarlama harcamalarına da bağlıdır. Bu tür etkiler, harcamaların ilk anında ve sonraki dönemlerinde çok belirgindir. Bu nedenle; reklam gibi pazarlama giderlerinin satışlara tepkilerinin kısıtlı olmalarına rağmen yatırımcı tepkileri üzerinde önemli etkileri vardır (Osinga vd., 2011, s. 109).

Geçmiş çalışmalar, pazarlama harcamalarının satışları ve karı artırmanın ötesinde pay senedi getirileri üzerinde de etkisi olduğunu göstermektedir (Joshi & Hanssens, 2008). Benzer şekilde, ürün inovasyonu aracılığıyla katma değer üretmek de büyük firma değeri oluşturur. (Srinivasan vd., 2009). Bununla birlikte Mc Alister vd. (2007), yapılan reklam harcamalarının firmanın sistematik riskini

düşürdüğünü ifade etmektedir. Sonuç olarak; pazarlama harcamalarını uygun bir şekilde değerlendirmek ve pazarlama giderlerinin tahsisini verimli bir şekilde gerçekleştirmek için bu harcamaların müşteri, yatırımcı gibi paydaşlar üzerindeki etkilerinin dikkate alınması gereklidir (Osinga vd., 2011, s. 109). Ayrıca ar-ge harcamalarının firma ve pay senedi değeri üzerinde de pozitif bir etkisinin olduğuna ulaşılmış olan birçok çalışma bulunmaktadır (Chauvin ve Hirschev,1993; Woolridge ve Snow, 1990; Chan vd., 2001; Han ve Manry, 2004; Peterson & Jeong, 2010).

Bu çalışmada firmaların ar-ge ve pazarlama harcamalarının pay senedi getirileri üzerindeki etkilerini keşfetmek amaçlanmaktadır. Bu kapsamda Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören ve çimento sektöründe faaliyet gösteren üç şirketin ar-ge ve pazarlama harcamalarının pay senedi değeri üzerindeki etkileri panel regresyon analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın buradan sonraki kısımlarında öncelikle ar-ge harcamaları, pazarlama harcamaları ve pay senedi değerine ilişkin literatür incelenecektir. Literatür incelemesinin ardından araştırmanın yöntemi anlatılacak. Son olarak bulgular ve buna ilişkin sonuçlar değerlendirilecektir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Muhasebe literatüründe pazarlama, satış ve dağıtım giderleri olarak adlandırılan pazarlama giderleri, işletmenin üretim faaliyetlerinden sonra hasılatı artırmaya ve müşterilere dağıtımına ilişkin giderlerinden oluşmaktadır (Özdemir & Kaygusuz, 2009, s. 96). Ar- Ge maliyetleri ise; yeni ürün ve üretim süreçlerinin ortaya çıkarılmasında (Albez, 2017, s. 85) işletmelerin araştırma, geliştirme ve tasarım faaliyetleri kapsamında yer alan çalışmalar ile ilgili katlanılan direkt ve indirekt harcamaların tamamıdır (Fidancı, 2017, s. 72). Birçok firmanın piyasa değeri genellikle muhasebe değerine eşit olmamaktadır (Topuz & Akşit, 2013, s. 54). Graham ve Frenkenberger (2000), firmaların piyasa değerinin ve muhasebe değerinin muhasebe fonksiyonunun iki spesifik özelliğinden dolayı eşit olmadığını ifade etmektedir. Bunlardan birincisi, muhasebe sisteminin varlıkları maliyet değeri üzerinden raporlaması ve raporlanan bu varlıklara amortisman (Tükenme payı) bedeli ayırmasıdır. İkincisi ise, bir varlığın kaydından önce o varlığın değerine ilişkin objektif belgelerin gerekmesidir. Bundan dolayı işletmelerin pazarlama fonksiyonuna ait olan ar-ge ve Reklamcılık gibi faaliyetlere ilişkin harcama giderleri objektif olarak her zaman muhasebe

standartlarında bulunmamaktadır. Bu durum uzun vadeli olarak düşünüldüğünde bu tür yatırımlar sonucunda elde edilecek getirilerin göz ardı edilmesine neden olmaktadır (Külter ve Demirgüneş, 2006, s.339). Tüketici temelli marka değeri bakış açısıyla bakıldığında da durum buna benzerdir. Örneğin; Kraft markası yaklaşık 13 milyar dolara satın alındığında bu rakam, firmanın defter değerinin yüzde 600'ünden daha fazla bir rakamdı (Aaker, 2009: 26; Çeviren: Ender Orfanlı).

Wang vd. (2009)'ne göre günümüzde kullanılan muhasebe yaklaşımlarında pazarlama fonksiyonuna yapılan harcamaların yatırımdan çok maliyetin bir gideri (unsuru) olarak değerlendirilmektedir. Benzer şekilde Bublitz ve Ettredge (1989) de pazarlama giderlerini gider olarak ar-ge harcamalarını ise varlık olarak değerlendirmektedir. Doyle (2000)'e göre işletme üst düzey yöneticileri, pazarlama faaliyetlerinin pay senedi değeri yaratma rolünü çok fazla önemsememekte ve uygulamış oldukları pazarlama stratejilerinin işletme değeri üzerindeki finansal sonuçlarını öngörememektedir. Esasında pazarlama faaliyetleri sadece işletmelerin satışlarını ya da pazar paylarını artırmak veya müşteriler de tutum değişikliği yaratmak gibi geleneksel işletmecilik amaçlarını gerçekleştirmeye katkıda bulunmamakta, bunlarla birlikte işletmenin ve markanın değerini de maksimize edebilmektedir (Topuz ve Akşit, 2013, s.54). Ittner ve Larcker (1998)'in ulaştığı sonuç da, buna paralellik göstermektedir. Buna göre maddi olmayan varlıklara yapılan yatırımların işletmelerin gelecekteki muhasebe değeri ya da pay senedi fiyatlarını belirlemede geçmiş muhasebe bilgilerinden çok daha iyi bir tahmin edici olabilmektedir. Sonuç olarak son yıllarda yapılan çalışmaların birçoğu, pazarlama ve ar-ge harcamalarının işletmelerin finansal performansını artırabileceği sonucuna ulaşmıştır (Ör: Krasnikov & Jayachandran, 2008; Srinivasan & Hanssens, 2009; Peterson & Jeong, 2010).

3. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ

3.1 Pazarlama Harcamaları

Mevcut muhasebe ilkeleri uyarınca pazarlama harcamaları yatırım harcaması olarak değerlendirilmektedir. Muhasebe-Finans alanında yapılan çalışmalarda bilinmeye çalışılan yapılan pazarlama harcamalarının pay senedi

piyasalarına etkilerinin olup olmadığıdır. Aynı zamanda çoğu işletme açısından pazarlama harcamaları bir işletmenin finansal açıdan sağlamlığını işaret ettiği düşünülmektedir (Wang vd., 2009, ss.132-133). Konuya ilişkin geçmiş pazarlama çalışmaları, pazarlama faaliyetlerinin maddi olmayan duran varlık yarattığına odaklanmaktadır ve bu faaliyetlerin işletmelerin finansal performansını artırabildiği noktasında uzlaşmış olduğu görülmektedir (Peterson & Jeong, 2010, s. 677). Örneğin; Palazón-Vidal & Delgado-Ballester (2005, 2009); Chu & Keh (2006); Montaner & Pina, (2008); Buil vd., (2011); Montaner vd., (2011); Mela vd., (1997) gibi birçok araştırmacı satış tutundurma, ar-ge, reklam gibi pazarlama faaliyetlerinin işletmelerin marka değerine katkıda bulunduğunu ifade etmektedir. Bu sebeple reklam ve satış tutundurma harcamalarında ki artışlar müşterilerde marka farkındalığı yaratmakta ve birçok durumda işletmelerin hasılatlarını artırmaktadır (Külter & Demirgüneş, 2006, 330; Mela vd., 1998, s. 102; Gardener & Trivedi, 1998; Narayana & Raju, 1985). Joshi & Hanssens (2008) işletmeler ile reklam harcamaları ilişkisiyle ilgili olarak son yaptıkları araştırmalarda pazarlama ve ar-ge harcamaları işletmelerin finansal performansını artırabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç Frieder & Subrahmanyam (2005) sonuçları ile tutarlı görülmektedir. Reklam harcamalarının pay sahiplerinin servetini direkt artırabileceği gibi (işletmelerindeki satış miktarlarının veya karlılık oranlarının artması sonucunda), hem de endirekt yollardan da işletme değerini artırabileceği sonucu ortaya çıkmıştır (Topuz & Akşit, 2013, s. 54). Özetle; pazarlama faaliyetleri, bir pay senedinin piyasada fiyatının oluşmasına ve devamlılığı sağlamasında katkı sağlayan en önemli maddi olmayan kaynak olarak kabul edilmektedir (Cook, 2003'den aktaran Topuz ve Akşit, 2013: 55).

Srinivasan & Hanssens (2009), pazarlamanın temel fonksiyonları ve işletme piyasa değeri arasındaki ilişkisini inceledikleri araştırmasında, müşterilerin tatmin düzeyleri ile işletme karlılığı ve piyasa değeri arasında bir ilişki olduğunu, bununla birlikte parasal satış tutundurma faaliyetlerinin uzun dönemli işletme karına zarar vermesi sebebiyle parasal satış tutundurma ile işletme değeri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Pazarlama literatüründe buna benzer birçok çalışma bulunmaktadır. Örneğin; Valette-Florence vd., (2011); Aaker (1996); Raghbir & Corfman, (1999); Luk & Yip (2008); sıklıkla kullanılan satış tutundurma faaliyetlerinin referans fiyatı düşürebileceğini, algılanan marka kalitesine zarar verebileceğini ve bu gibi sebeplerle de firma değerinin azaltabileceğinin ifade etmektedirler.

Barth vd., (1998)'ne göre bir firmanın altında yer alan marka ya da markaların, firmanın paylarının değerlendiren ve yatırım yapan kişiler açısından önemli olduğunu vurgulamaktadır. Benzer şekilde Aaker & Jacobson (1994) da marka adının, gelecekte nakit akışı sağlayan bir varlık olduğunu söylemektedir. Bu sebeple marka adına katkıda bulunacak ve marka değerini artıracak harcamalar, işletme değeri üzerinde pozitif bir etki yaratabilecektir (Srinivasan & Hanssens, 2009).

Pazarlama faaliyetleri, direkt ve endirekt olmak üzere işletme değeri üzerinde iki farklı etkiye sahiptir. Pazarlama faaliyetleri sonucunda oluşan dolaylı etki, işletmenin gerçekleştirdiği pazarlama faaliyetlerinin işletmenin satış hasılatı ve karlılık oranlarını yükseltmesi sebebiyle pay senetlerini ve aynı zamanda işletme değerinin artması şeklindedir. Etkiler satışlar ve karlılık aracılığıyla gerçekleştiği için, firma değerinin artması dolaylı bir etki olarak değerlendirilmektedir (Topuz & Akşit, 2013, s.55). Pazarlama faaliyetlerinin işletme değeri üzerindeki doğrudan etkisi ise Ho vd., (2005) tarafından değer yaratan pazarlama ve reklam harcamalarının işletmenin marka değeri yaratmasındaki etkisi şeklinde açıklanmaktadır. Yazarlara göre gerçekleştirilen pazarlama operasyonları sonucunda işletmenin yükselen marka değeri sonraki aşamada işletmenin piyasa değerini yükseltecektir.

Açıklanan literatürden yola çıkarak işletmelerin pazarlama giderlerinin pay senedi değeri üzerinde olumlu bir etkisi olması beklenmektedir.

H₁: Pazarlama harcamalarının pay senedi değeri üzerinde olumlu bir etkisi vardır.

H₂: Pazarlama harcamaları yoğunluğunun pay senedi değeri üzerinde olumlu bir etkisi vardır.

3.2 Ar-Ge Harcamaları

Teknoloji temelli işletmelerin yöneticileri, üç soruyla karşı karşıyadırlar: (1) Ar-Ge'ye yeterince yatırım yapıyor muyuz? (2) İşletmenin teknolojik varlıklarının ticarileştirilmesi için yeterince kaynak tahsis ettik mi? (3) Yapılan ar-ge yatırımları ve ticarileştirmeler, amaca ulaşmakta faydalı oluyor mu?

Pazarlama ve ar-ge harcamalarının etkisine yönelik birçok araştırma olsa da sonuçların yetersiz ve tutarsız olduğu görülmektedir. Literatürdeki sonuçların tutarsız olmasının ilk sebebi ekonomide yer alan işletmelerin teknoloji yatırımlarının birbirinden farklı olmasıdır. Diğer bir sebebi ise; pazarlama ve ar-ge harcamaları ile ilgili kararların aynı anda alınması gerektiğiyle ilgilidir. Çünkü bu iki harcama, kurumsal stratejinin birbirleriyle bütünleşmiş bir alt parçasıdır. Bu sebeple bu iki harcama kararının temel etkisi ve birbirleriyle ilişkisi sonucu ortaya çıkan etkiyi görebilmek için yöneticilerin pazarlama ve ar-ge harcamalarına ilişkin kararları eş zamanlı bir şekilde alması gerekmektedir (Lin vd., 2006, s.679).

Yenilikçi işletmelerde araştırma ve geliştirme harcamaları, işletmeler için üzerinde durulması gereken problemlerle bir konu haline gelmiştir. Araştırma ve geliştirme harcamalarının problemlerle hale gelmesi, bu harcamaların yatırımının çok pahalı olması ancak başarılı olduğu takdirde taklit edilmesinin çok zor olmasından kaynaklanmaktadır (Vinod & Rao, 2000, s.10). Araştırma ve geliştirme giderleri işletmelerin performansını etkileyen önemli kararlardan bir tanesidir. İşletmelerin dinamik kabiliyetleri açısından bakıldığında sürekli yenilik yaratma, rekabet avantajı yakalamanın nadir yollarından biridir (Lin vd., 2006, s.680). Geçmiş çalışmaların birçoğu; ar-ge harcamalarının maddi olmayan yatırımlar olduğunu ve firmaların faaliyet performansına katkıda bulunduğunu doğrulamaktadır (Fan & Case, 2010, s.32).

Ar-Ge harcamaları ile pay değeri arasındaki ilişkinin incelendiği geçmiş çalışmalara bakıldığında bu harcamaların pay değerini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Örneğin; reklam ve ar-ge harcamalarını Tobin (1969)'in para teorisi ile ilişkilendiren Hirschey & Weygandt (1985), reklam ve ar-ge harcamalarının firmanın pazar değerini pozitif bir şekilde etkilediği sonucuna varmıştır. Donelson & Resutec (2012), geçmiş çalışmaların ar-ge harcamaları seviyesinin ve ar-ge yatırımlarındaki büyümenin firmanın gelecekteki getirilerinin olumlu yönde etkileyeceğini vurgulamaktadır. Ar-Ge harcamalarının birer varlık olarak nitelendirilebileceği sonucuna varan Bublitz & Ettredge (1989), beklenmeyen ar-ge harcamalarıyla reklam harcamalarının pay getirilerine etkisini incelemiş ve ar-ge harcamalarının pay getirileriyle olan ilişkisini olumsuz bulmamıştır. Chauvin ve Hirschey (1993), reklam ve ar-ge harcamalarının adi pay senedi piyasa değeri üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında reklam ve ar-ge harcamalarının firmanın piyasa değerinin önemli belirleyicilerinden

olduğunu ifade etmektedir.

Reklam ve ar-ge harcamalarının ürün farklılaştırmanın bir yolu olduğunu söyleyen Chauvin ve Hirschey (1993), bu harcamalarının artmasının firma değerini arttırabileceğini savunmaktadır. O'Brien (2003), sermaye yapısı ve inovasyon stratejisi arasındaki ilişkinin araştırılmasına ilişkin çalışmasının bir parçası olarak reklam harcamaları yoğunluğu ve ar-ge harcaması yoğunluğunun firmanın piyasa defter oranı arasındaki ilişkisini araştırmıştır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre reklam harcamaları yoğunluğu ve ar-ge harcaması yoğunluğunun firmanın piyasa defter oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Shah & Akbar (2008), reklam ve ar-ge harcamalarının birer yönetsel güven sinyali veya gelecekteki karlılık için birer yatırım niyeti olarak değerlendirilebileceğini belirtmektedir. Connoly vd., (1986) reklam ve ar-ge harcamalarının pay pazar değeri üzerindeki etkiyi araştırdığı çalışmada ar-ge harcamaları ile pazar değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki saptamıştır. Yukarıda tartışılan literatür bilgisi doğrultusunda ar-ge harcamalarının pay değeri üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olması beklenmektedir.

H₃: Ar-Ge harcamalarının pay senedi değeri üzerinde olumlu bir etkisi vardır.

H₄: Ar-Ge harcamaları yoğunluğunun pay senedi değeri üzerinde olumlu bir etkisi vardır.

4. YÖNTEM

Çalışmanın verileri, ikincil verilerden oluşmaktadır ve çalışma dönemi 01/2009-12/2013 tarihlerini kapsamaktadır. Bu kapsamda 3 şirkete ait finansal tablolar Kamu Aydınlatma Platformundan temin edilmiştir. Üçer aylık dönem verilerinden oluşan örneklem seti, toplam 300 gözlemden oluşmaktadır.

5. MODEL

“Bir firmanın pazarda oluşan değerinin kamuya açık tüm bilgileri yansıttığı varsayıldığında, pazarlama faaliyetleri ile firma değeri arasındaki ilişki, istatistiksel olarak cari pazarlama harcamaları ve pay senetlerinin piyasa değeri

arasındaki ilişki katsayısının yorumlanması ile açıklanabilir” (Topuz & Akşit, 2013, s. 56). Bu kapsamda Topuz ve Akşit (2013)’in çalışmasından yola çıkarak ar-ge ve pazarlama harcamaları için ayrı ayrı olmak üzere bağımlı değişkeni pay senedi getirileri (HS_{it}) ve bağımsız değişkeni pazarlama harcamaları (PH_i) ve ar-ge harcamaları ($ArGeH_i$) olan 3 farklı model kullanılmıştır.

İlk model, doğrudan pazarlama ve ar-ge harcamalarının pay senedi değeri üzerindeki etkisini ele alan regresyon modelidir. Modelde yer alan HS araştırmanın bağımlı değişkenidir ve pay senedi değerini; araştırmanın bağımsız değişkenlerinden biri olan ArGeH, örnekleme yer alan işletmelerin ar-ge harcamalarını ve diğer bağımsız değişken olan PH ise, işletmelerin pazarlama harcamalarını ifade etmektedir.

Model 1.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^* PH_i + \varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^* ArGeH_i + \varepsilon_{it}$$

İkinci modelde amaç, pazarlama harcamalarının etkisinin konkav olup olmadığını görebilmektir. Çünkü Coşkun vd. (2010), pazarlama faaliyetleri ile firma değeri ilişkisinin ölçek ekonomisi özelliği gösterdiğini, başka bir deyişle pazarlama harcamalarında meydana gelen bir artışın firma değerini belirli bir noktaya kadar artırdığını, fakat bu nokta itibarıyla artışın firma değerini ters yönde etkilediğini ifade etmektedirler. Bu sebeple; pazarlama harcamalarının karesi (PD2) ilk modele dâhil edilerek ikinci model elde edilmiştir. Sonuçlarda negatif yönlü bir etkinin bulunması halinde literatürdeki “Pazarlama harcamalarının pay senedi değeri üzerinde olumsuz etkisi vardır.” şeklindeki sonuçlarla tutarlı olacaktır.

Model 2.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^* PH_i + \rho_i^* PH_i^2 \varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^* ArGeH_i + \rho_i^* ArGeH_i^2 \varepsilon_{it}$$

“Firma değerinin işletmenin gelecekteki satışlarının yarattığı nakit akımlarından türemiş olduğu varsayıldığında, pazarlama harcamalarının satışlar ve firma değeri üzerinde etkili olabileceği ileri sürülebilir. Dolayısıyla pazarlama

faaliyetlerinin sonuçları cari dönemde ya da hemen sonraki dönemde değer yaratmayabilir.” (Topuz ve Akşit, 2013: 56). Örneğin reklam harcamalarının etkisinin 3 yıla kadar sürebileceği ifade edilmektedir (Graham ve Frenkenberger, 2000: 149). Bu sebeple aşağıda gösterilen beş gecikmeli (onbeş aylık) model gösterilmiştir.

Model 3.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_1^*PH_i + \rho_2^*PH_{i-1} + \rho_3^*PH_{i-2} + \rho_4^*PH_{i-3} + \rho_5^*PH_{i-4} + \rho_6^*PH_{i-5} + \varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_1^*ArGeH_i + \rho_2^*ArGeH_{i-1} + \rho_3^*ArGeH_{i-2} + \rho_4^*ArGeH_{i-3} + \rho_5^*ArGeH_{i-4} + \rho_6^*ArGeH_{i-5} + \varepsilon_{it}$$

Örnekleme yer alan işletmelerin büyüklüklerinin birbirinden farklı olması, analiz sonuçlarını etkileyebilecektir. Bu sebeple ilk üç modelden farklı olarak bağımsız değişkeni pazarlama yoğunluğu ve ar-ge yoğunluğu olan üç model daha kullanılmıştır. Pazarlama ve ar-ge yoğunluğu, firmaların ilgili dönemdeki pazarlama ve ar-ge harcamalarının o dönemdeki satışlarına oranıyla bulunmaktadır (Topuz ve Akşit, 2013: 57). Bu sebeple 4. Model aşağıdaki gibidir. Bununla birlikte tıpkı 2. Modelde olduğu gibi bağımsız değişkenlerin kareleri 5. Modele eklenmiştir ve pazarlama ve ar-ge harcamaları yoğunluklarının gecikmeli etkilerinin görülmesi için de 6. Model kullanılmıştır.

Model 4.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^*PHY_i + \varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^*ArGeHY_i + \varepsilon_{it}$$

Model 5.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^*PHY_i + \rho_i^*PHY_i^2\varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_i^*ArGeHY_i + \rho_i^*ArGeHY_i^2\varepsilon_{it}$$

Model 6.

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_1^*PHY_i + \rho_2^*PHY_{i-1} + \rho_3^*PHY_{i-2} + \rho_4^*PHY_{i-3} + \rho_5^*PHY_{i-4} + \rho_6^*PHY_{i-5} + \varepsilon_{it}$$

$$HS_{it} = \alpha_i + \rho_1^*ArGeHY_i + \rho_2^*ArGeHY_{i-1} + \rho_3^*ArGeHY_{i-2} + \rho_4^*ArGeHY_{i-3} + \rho_5^*ArGeHY_{i-4} + \rho_6^*ArGeHY_{i-5} + \varepsilon_{it}$$

6. VERİ

Yöntem başlığında da bahsedildiği gibi çalışmanın verileri, ikincil verilerden oluşmaktadır ve çalışma dönemi 01/2009- 12/2013 tarihlerini kapsamaktadır. Çalışmanın örneklemini, Türkiye’de çimento sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul (BIST)’da işlem gören üç işletmeden oluşmaktadır.

Çalışmanın analiz kısmında kullanılması gereken veriler Kamu Aydınlatma Platformu’ndan alınmıştır. 5 yıllık bir dönemi kapsayan çalışmadaki modellerin bağımlı değişkeni, pay senedi değeri iken; bağımsız değişkenleri, firmaların pazarlama giderleri ile araştırma-geliştirme giderleridir.

7. BULGULAR

Pazarlama ve ar-ge harcamalarının pay senedi değeri üzerindeki etkisini görmek için panel regresyon analizi uygulanmıştır. Ancak bu aşamaya geçmeden önce serilerin durağanlığının sınanması için birim kök testi yapılmıştır. Durağanlık sınaması sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 1. Birim Kök Testi Sonuçları:

	PH		PHY	AR H	ARHY	
	Sabitli	Sabitli /Trendli	Sabitli	Sabitli /Trendli	Sabitli	Sabitli /Trendli
Levin, Lin& Chu	3.28571	3.16216	4.4354	4.76767	7.60679	9.17001
Im,Pesaran&Shin	-5.32411	-5.6858	-5.9343	-6.7365	-7.12097	-8.34531
Fisher ADF	4.53601	4.91691	4.9353	7.2353	5.74710	5.73480
Fisher PP	9.13281	11.10656	11.2323	12.3243	4.7232	5.21376

Yapılan birim kök testlerinin sonucuna göre tüm serilerin durağan oldukları görülmektedir.

Pazarlama ve ar-ge giderlerinin pay senedi değerlerine etkisini incelemeye yönelik kurulan modellere ilişkin panel regresyon sonuçları aşağıda gösterilmiştir. Sonuçlarda önce pazarlama harcamalarının pay değerine etkisine ilişkin 6 modelin test sonuçları gösterilecek; ardından ar-ge harcamalarının pay değerine etkisine ilişkin 6 modelin test sonuçları gösterilecektir.

Pazarlama Harcamalarına İlişkin Sonuçlar:

Tablo 2. Pazarlama Harcamaları ve Pay Değeri İlişisine Yönelik Panel Regresyon Sonuçları:

	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>
<i>α (Cons)</i>	0.810818 (0.0214)*	4.089318 (0.6301)*	1.384957 (0.0001)*
<i>PH</i>	0.054321 (0.0261)*	-0.497681 (0.6644)*	-0.101289 (0.0011)*
<i>PH²</i>	-	0.014942 (0.6990)*	-
<i>PH_{i-1}</i>	-		0.031875 (0.2792)*
<i>PH_{i-2}</i>	-	-	-0.004355 (0.8790)*
<i>PH_{i-3}</i>	-	-	-0.052749 (0.0860)*
<i>PH_{i-4}</i>	-	-	-0.012088 (0.6864)*
<i>PH_{i-5}</i>	-	-	-0.021048 (0.1834)*

<i>Ftesti</i>	11.11	17.11	10.13
<i>Adj R²</i>	0.343	0.345	0.21

*: Parantez içindeki değerler %5 düzeyindeki p değerlerini ifade etmektedir.

Pazarlama harcamalarına ilişkin regresyon sonuçlarına göre;

- Pazarlama harcamalarının pay değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkisi bulunmaktadır. Buna göre pay değerindeki değişimin %34,'ü pazarlama harcamaları tarafından açıklanmaktadır.
- Pazarlama harcamalarının etkisinin konkav olup olmadığını görebilmek için pazarlama harcamalarının karesi (PD^2)'nin eklendiği modelde pazarlama harcamaları ve pazarlama harcamalarının karesi ile pay değeri arasında bir ilişki bulunmaktadır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak ($p = ,6644; ,6690$) anlamlı değildir.
- Pazarlama harcamalarının pay değeri üzerindeki gecikmeli etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

Pazarlama Harcamaları Yoğunluğuna İlişkin Sonuçlar:

Tablo 3. Pazarlama Harcamaları Yoğunluğu ve Pay Değeri İlişkisi Yönelik Panel Regresyon Sonuçları:

	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>
<i>α (Cons)</i>	0.111818 (0.0011)*	3.081218 (0.0301)*	1.384957 (0.0001)**
<i>PH</i>	0.06463341 (0.0001)*	0.112121 (0.1644)*	0.125328 (0.0011)**
<i>PH²</i>	-	0.714646 (0.0990)*	-
<i>PH_{i-1}</i>	-		0.535187 (0.0792)**
<i>PH_{i-2}</i>	-	-	0.343355 (0.0790)**
<i>PH_{i-3}</i>	-	-	0.343749 (0.0860)**
<i>PH_{i-4}</i>	-	-	0.6565088 (0.0864)**
<i>PH_{i-5}</i>	-	-	0.6121233 (0.0234)**

<i>Ftesti</i>	16.55	17.31	18.13
<i>Adj R²</i>	0.357	0.362	0.29

*: Parantez içindeki değerler %5 düzeyindeki p değerlerini ifade etmektedir.

** : Parantez içindeki değerler %10 düzeyindeki p değerlerini ifade etmektedir.

Pazarlama harcamalarının yoğunluğunun pay değerine etkisine ilişkin regresyon sonuçlarına göre;

- Pazarlama harcamaları yoğunluğunun pay değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır. Ayrıca bu modelin açıklama gücü %35,71'dir.
- Pazarlama harcamaları yoğunluğu ve bu değişkenin karesinin pay değerine olan etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir.
- Pazarlama harcamaları yoğunluğunun pay değeri üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde olumlu bir etkisi tespit edilmiştir. 6. Modelin sonuçları, pazarlama harcamaları yoğunluğunun pay değerine etkisinin özellikle dördüncü ($\beta_{PHi-4}= 0.6565088$) ve beşinci ($\beta_{PHi-5}= 0.6121233$) dönemde arttığını göstermektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler, pay senedi değerindeki değişimin %29'unu açıklamaktadırlar.

Ar-Ge Harcamalarına İlişkin Sonuçlar:

Tablo 4. Ar-Ge Harcamaları ve Pay Değeri İlişisine Yönelik Panel Regresyon Sonuçları:

	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>
<i>a (Cons)</i>	0.249818 (0.0171)*	0.123367 (0.0016)*	0.013836 (0.0001)*
<i>ArGeH</i>	-0.020522 (0.0329)*	0.022477 (0.1428)*	0.008273 (0.0012)*
<i>ArGeH²</i>	-	0.002806 (0.0345)*	-
<i>ArGeH_{i-1}</i>	-		0.006182 (0.0080)*
<i>ArGeH_{i-2}</i>	-	-	0.004976 (0.0147)*
<i>ArGeH_{i-3}</i>	-	-	0.006238 (0.0006)*
<i>ArGeH_{i-4}</i>	-	-	0.004972 (0.0078)*
<i>ArGeH_{i-5}</i>	-	-	0.531127 (0.0001)*

<i>Ftesti</i>	31.21	37.11	10.13
<i>Adj R²</i>	0.656	0.695	0.92

*: Parantez içindeki değerler %5 düzeyindeki p değerlerini ifade etmektedir.

Ar-Ge harcamalarının pay değerine etkisine ilişkin regresyon analizi sonuçları aşağıdaki gibidir:

- Ar-Ge harcamalarının pay değeri üzerinde negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır. Model 1’de pay senedi değerindeki değişimin %65,6’sı ($R^2= 0.656$) ar-ge harcamaları tarafından açıklanmaktadır.
- Ar-Ge harcamalarının karesinin modele eklenmesiyle ortaya çıkan yeni modelde (Model 2) bu değişkenin pay senedi değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Ayrıca modelin açıklama gücü %69,5’tir ($R^2= 0.695$).
- Ar-Ge harcamalarının pay senedi değeri üzerindeki gecikmeli etkisinin incelendiği üçüncü modelde bu harcamaların pay senedi değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve olumlu bir etkisi görülmektedir. Özellikle dört dönemden sonra (Beşinci dönemde $\beta_{ArGeH\ i-5}= 0.531127$) bu etkinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte düzeltilmiş R^2 ’si 0,92 olan bu modelin yüksek açıklama gücüne sahip olduğu söylenebilir.

Ar-Ge Harcamaları Yoğunluğuna İlişkin Sonuçlar:

Tablo 5. Ar-Ge Harcamaları Yoğunluğu ve Pay Değeri İlişkisine Yönelik Panel Regresyon Sonuçları:

	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>
<i>α (Cons)</i>	0.100125 (0.0018)*	0.073600 (0.0001)*	0.144063 (0.0000)*
<i>ArGeH</i>	30.79376 (0.0204)*	3.960425 (0.7760)*	-24.18711 (0.0066)*
<i>ArGeH²</i>	-	31.40750 (0.1743)*	-
<i>ArGeH_{i-1}</i>	-		-3.363071 (0.5371)*
<i>ArGeH_{i-2}</i>	-	-	-2.290190 (0.7051)*
<i>ArGeH_{i-3}</i>	-	-	-9.743259 (0.0860)*
<i>ArGeH_{i-4}</i>	-	-	0.234356 (0.9770)*
<i>ArGeH_{i-5}</i>	-	-	-3.796918 (0.5076)*

<i>Ftesti</i>	16.55	17.31	18.13
<i>Adj R²</i>	0.643	0.245	0.245

Ar-Ge harcamaları yoğunluğunun pay değerine etkisine ilişkin regresyon analizi sonuçları aşağıdaki gibidir:

- Ar-Ge harcamaları yoğunluğunun pay değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Dördüncü modelde pay senedi değerindeki değişimin %64,3'ü ar-ge harcamaları yoğunluğu değişkeni tarafından açıklanmaktadır.
- Ar-Ge harcamaları yoğunluğunun karesinin de pay değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.
- Altıncı modelde ar-ge harcamaları yoğunluğunun pay değeri üzerindeki gecikmeli etkisi incelenmiştir. Ortaya çıkan sonuçlara göre ar-ge harcamaları yoğunluğunun pay değeri üzerinde gecikmeli bir etkisi bulunmamaktadır ($p > ,05$).

8. SONUÇ VE ARAŞTIRMA KISITLARI

İşletmelerin pazarlama ve ar-ge harcamalarının pay senedi değerine etkisinin incelendiği bu çalışmada panel regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır ve çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmada temel olarak pazarlama ve ar-ge harcamalarının iki farklı etkisi incelenmiştir. Bunlardan birincisi bu harcamaların pay senedi değerine etkisi iken, ikincisi ise bu harcamalarının satışlara oranı ile elde edilen pazarlama ve ar-ge yoğunluğunun pay senedi değerine etkisidir.

Pazarlama harcamalarının pay senedi değerine etkisine ilişkin ilk üç modelin analiz sonuçlarına göre pazarlama harcamalarının pay senedi değeri üzerinde pozitif yönlü bir etkisi bulunmaktadır. Literatürle karşılaştırıldığında bu sonucun tutarlı olduğu görülmektedir. Ayrıca pazarlama yoğunluğunun da pay değeri üzerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Bununla birlikte pazarlama yoğunluğunun pay değeri üzerindeki gecikmeli etkisi; reklam ve satış tutundurma gibi pazarlama faaliyetlerinin etkilerinin genel olarak uzun vadeli olduğu gerçeği ile tutarlı görülmektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre örnekleme oluşturan şirketlerin pazarlama harcamalarının pay değerine etkisi, dördüncü ve beşinci dönemlerde görülmektedir. Bu sonuçlar, konuya ilişkin literatürle de uyum sağlamaktadır.

Özet olarak pazarlama harcamaları, işletmelerin pay değerini arttırmada yardımcı olacak araçlardan bir tanesidir. Bu sebeple pay değerini arttırmak isteyen işletmelerin reklam, satış tutundurma, sponsorluk gibi pazarlama faaliyetlerini kullanmaları tavsiye edilmektedir. Ancak bu başarıya uzun vadede ulaşılabileceği de gözden kaçırılmamalıdır.

Ar-Ge harcamaları ile pay değeri arasındaki ilişki pazarlama harcamaları ile ilgili sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Buna göre ar-ge harcamalarının doğrudan pay değeri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmasa da ar-ge harcamaları yoğunluğunun pay değerini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Ar-ge harcamalarının gecikmeli etkisi de pazarlama harcamaları gibidir. Bir başka deyişle örneklemedeki işletmelerin yapmış olduğu ar-ge harcamaları belirli bir süre sonra pay değerini pozitif yönde etkileyebilmektedir. Çalışmada kullanılan örneklemin ar-ge harcamalarının gecikmeli etkisi beşinci dönemde görülmektedir. Ar-ge harcamalarının pay değerine etkisi özetlenecek olursa; bu harcamaların pay değerini pozitif yönde etkilediği ve bu etkilerin uzun vadede ortaya çıkabileceği söylenebilir.

Bununla birlikte iki harcama türünü hisse değeri etkileme bağlamında kıyaslamak mümkündür. Yapılan analiz sonuçlarına göre yenilik yaratma ve rekabet avantajı yakalamakta işletmelere yardımcı olan (Lin vd., 2006, s. 680) ar-ge harcamalarının pay değerine etkisi pazarlama harcamalarına göre daha yüksektir.

Araştırmanın yukarıda bahsedilen ve literatürle uyum sağlayan sonuçlarının yanı sıra literatürle tutarsız olan bazı sonuçları da bulunmaktadır. Örneğin; pazarlama harcamalarının pay değeri üzerinde doğrudan gecikmeli etkilerinin pozitif yönlü olması beklenirken sonuçların anlamsız olduğu görülmektedir. Bu tür tutarsızlıkların çalışmada kullanılan örneklemden kaynaklandığı düşünülmektedir. Örneklemin literatürle tutarsız sonuçlara neden olmasına yol açan faktörlerden birisi örnekleme yer alan işletmelerin büyüklükleri arasındaki farktır. Gerçekten; örnekleme oluşturan üç işletmeden biri ar-ge için binlerce lira harcarken diğer iki işletme ise ar-ge çalışmaları için daha küçük bir bütçe ayırmıştır. Diğer bir faktör ise örneklemin tek bir sektörde yer alan işletmelerden oluşmasıdır. Farklı sektörlerden oluşan bir örneklem seçilmesi durumunda farklı sonuçlara ulaşılması muhtemeldir. Ayrıca seçilen işletmelerin büyüklükleri arasındaki fark ile araştırmanın kapsadığı dönem de çalışmanın kısıtları arasındadır. Büyüklük olarak birbirine daha yakın işletmeler ile yapılacak bir çalışmada farklı sonuçlara ulaşılacağı gibi; çalışmanın kapsadığı dönemin 2008 küresel ekonomik krizini hemen takip eden yıllar olduğu da göz önüne alınarak dünya çapında ekonomik dalgalanmaların daha az olduğu veya görece daha istikrarlı olan dönemlerde yapılacak benzer çalışmaların daha anlamlı sonuçlar vereceği düşünülmektedir.

9. KAYNAKÇA

- Aktakaş, B. G., Akın, C. S., & Uçan, O. (2015). The nature of money in Post-Keynesian Institutionalists: Turkey case. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 277-287.
- Alkın, H. (2015). *Yeni uzlaş modelinin eleştirisi, Post-Keynesyen enflasyon hedeflemesi modelleri ve Post-Keynesyen para politikası kuralları*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Badarudin, Z. E., Ariff, M., & Khalid, A. M. (2013). Post-Keynesian money endogeneity evidence in g-7 economies. *Journal of International Money and Finance*, 33, 146-162.
- Bozoklu, Ş. (2013). Money, income, and causality: an examination for the turkish economy. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 26(1), 171-182.
- Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the general theory*, Oxford: Philip Allan.
- Cottrell, A. (1986). Endogeneity of money and money-income causality. *Scottish Journal of Political Economy*, 3(1), 1-27.
- Çifter, A., & Ozun, A. (2007). The monetary transmission mechanism in the new economy: Evidence from turkey (1997-2006). *South East European Journal of Economics and Business*, 2(1), 15-24.
- Davidson, P. (1972). *Money and the real world*. New York: John Wiley & Sons (second edition 1978).
- Dow, S. (1993). *Post Keynesian Monetary Theory. Money and the Economic Process*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, Chapter5.
- Dow, S. (1996). Horizontalism: a critiqu. *Cambridge Journal of Economics*, 20, 497-508.
- Dow, A.S. ve S, C.Dow. (1989), Endogenous Money Creation and Idle Balances, *L. Pheby (der.)*, *New Directions in Post Keynesian Economics içinde*, Aldershot: Elgar: 141-163.
- Eicher, A. (1987). *The macrodynamics of advanced market economies*. Armonk: ME. Sharp.
- Enders W. (2010). *Applied econometric time series*. 3, John Wiley&Sons.
- Erataş, F., Nur, H. B., & Çınar, S. (2015). Para arzının Post Keynesyen yorumu: gelişmiş ülkeler örneği. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3(15), 398-409.
- Güney, I. E., & Çepni, O. (2016). Endogeneity of money supply: evidence from Turkey (No. 1619). *Research and Monetary Policy Department*, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Haghighat, J. (2011). Endogenous and exogenous money: an empirical investigation from iran. *Journal of Accounting*, 1(1).
- Howells, P. & K.H. (1998). The endogeneity of money: Evidence from the G7, *Journal of Post Keynesian Economics*, 45 (3), 329-340.
- Im, Kyung So, Pesaran, M. H. & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous

- panels., *Journal of econometrics*, 115(1), 53- 74.
- Işık, S. (2010). *Para, finans ve kriz: Post Keynesyen yaklaşım*. Palme yayıncılık.
- Işık, S. & Kahyaoğlu, H. (2011). The endogenous money hypothesis: Some evidence from Turkey (1987-2007). *Journal of Money, Investment and Banking*, 19, 61-71.
- Kaldor, N. (1960). The radcliffe report, *The Review of Economics and Statistics*, vol.XLII, February, 14-19.
- Kaldor, N. (1970). The new monetarism. J, Christopher (Ed.), *Lloyds Bank Review*, June.
- Kaldor, N. (1986). The scourge of monetarism, New York: Oxford University Press.
- Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of Econometrics*, 90(1), 1-44.
- Keynes, J. M. (1937a). Alternative Theories of the rate of Interest, *Economic Journal*, June, 241-252.
- Keynes, J. M. (1937b). The 'Ex-ante Theory of The Rate of Interest, *Economic Journal*, December, 663-669.
- Lavoie, M. (1984). The endogenous flow of credit and the Post-Keynesian theory of money. *Journal of Economic Issues*, XVIII, 3, 771-797.
- Lavoie, M. (1985). Credit and money: The dynamic circuit, overdraft economics, and Post Keynesyen economics. M.Jarsulic (der.), *Money and Macro Policy* içinde, Boston: Kluwer-Nijhoff Publishing, 63-84.
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian economic analysis*. Aldershot: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2016). Understanding the global financial crisis: contributions of Post-Keynesian economics. *Studies in Political Economy*, 97(1), 58-75.
- Levin, A., L. Chien-Fu & Chia-Shang J. C. (2002). Unitroottests in panel data: asymptoticandfinite-sample properties. *Journal of econometrics*, Vol.108, No., 1-24.
- Lopreite, M. (2014). The endogenous money hypothesis: An empirical study of the Euro area (1999-2010). *Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology*, 1-23.
- Lopreite, M. (2015). Endogenous money and securitization. An analysis on United States (1999-2012). *Journal of Applied Economic Sciences, Editorial Board*, 142-151.
- Minsky, H. (1982). *Can "it" happen again?: Essays on instability and finance*, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*, London: Yale University Press.
- Moore, B.J. & S.L.S. (1984). A causality analysis of the determinants of money growth. *British Review of Economics Issues*, 6(14), 1-25.
- Moore, B. J. (1988). *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press.
- Moore, B. (1989). The endogeneity of credit money. *Review of Political Economy*, 1, 1: 65-93.
- Moore, B. J. (1991). Money supply endogeneity: "reserve price setting" or "reserve quantity setting"? *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(3), 404-413.

- Nayan, S., Kadir, N., Abdullah, M. S., & Ahmad, M. (2013). Post keynesian endogeneity of money supply: panel evidence. *Procedia Economics and Finance*, 7: 48-54.
- Nell, K. (2000-2001). The endogenous/exogenous nature of South Africa's money supply under direct and indirect monetary control measures", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (2), 313-329.
- Nesanır, Ö. (2011). Türkiye'de para arzı-banka kredileri ilişkisi: Var analizi (1986-2010). *Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(2), 115-133.
- Özgür, G. (2011). Türkiye ekonomisinde para arzının içsel süreci. *Ekonomik Yaklaşım*, 22(78), 67-90.
- Palley, Thomas (1994). Competing views of money supply process: Theory and evidence. *Macroeconomics*, 45(1), 67-88.
- Palley, T. I. (1998). Accommodationism, structuralism, and superstructuralism. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(1), 171-173.
- Palley, T. I. (2015). The Theory of Endogenous Money: Mechanics and Implications for Macroeconomic Analysis and Monetary Policy. Political Economy Research Institute, *Working Paper Series*, 393.
- Pedroni, P.(1999). Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors., *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*,61(S1), 653-670.
- Pesaran, M. H. & Pesaran, B. (1997). *Working with microfit 4.0: interactive econometric analysis*. Oxford University Press.
- Pesaran, M. H., & Smith, R. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of econometrics*, 68(1), 79-113.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- Pilkington, P. C. (2014). Endogenous money and the natural rate of interest: The reemergence of liquidity preference and animal spirits in the Post-Keynesian theory of capital markets. *Levy Economics Institute*,1-17.
- Pollin, R. (1991). Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(3), 366-396.
- Rochon, L. P. (2007). The state of Post Keynesian interest rate policy: where are we and where are we going?. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 3-11.
- Rochon, L. P. & Rossi, S. (2013). Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views. *Review of Keynesian Economics*, 1(2), 210-229.
- Rousseas, S. (1986). *Post Keynesian monetary economics*. New York: M. E, Sharp, Armonk.
- Shanmugam, B., Nair, M., & Li, O. W. (2003). The endogenous money hypothesis: empirical evidence from Malaysia (1985-2000). *Journal of Post Keynesian Economics*, 25(4), 599-611.
- Tatoğlu, Y. F. (2013). *İleri panel veri analizi*. İkinci Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, İstanbul.

- Vera, A. P. (2001). The Endogenous money hypothesis: some evidence from Spain (1987-1998), *Journal of Post Keynesian Economics*/ Spring, 23(3), 509-526.
- Vymyatnina, Y. (2006). How much control does Bank of Russia have over money supply?. *Research in International Business and Finance*, 20(2), 131-144.
- Wray, R. L. (1990). *Money and credit in capitalist economics: the endogenous money approach*. Aldershot: Edward Elgar.
- Wray, R. L. (1992). Alternatif theories of the rate of interest. *Cambridge Journal of Economics*, 16, 69-89.
- Wray, R. L. (1995). Keynesian monetary theory: liquidity preference or black box horizontalism?. *Journal of Economic Issues*, XXIX, 1, 273-283.