



T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**SERMAYE BİRİKİMİ VE FİNANSALLAŞMA  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Doktora Tezi

İŞİL TELLALBAŞI

İstanbul, 2011



T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**SERMAYE BİRİKİMİ VE FİNANSALLAŞMA  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Doktora Tezi

**İŞİL TELLALBAŞI**

Danışman: DOÇ. DR. SEDAT AYBAR

İstanbul, 2011

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın gerçekleşmesinde;

Tez danışmanım Doç. Dr. Sedat Aybar'a ve jüri üyelerime emek ve katkılarından dolayı,

manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, her zaman yanımda olan anneme babama ve canım kardeşlerime anlayışları ve sabırlı için,

Kadir Has Üniversitesi'nde, beni teşvik eden ve bu süre içerisinde ve tezimin her aşamasında yanımda olup destek, ilgi ve yardımlarını benden esirgemeyen hocalarıma teşekkür ederim.

Işıl Tellalbaş  
İstanbul, 2011

## ÖZET

Dünya genelinde, finans piyasaları özellikle son otuz yıllık dönemde; piyasa hacimleri, işlem yoğunluğu ve bağlı oldukları düzenleyici otoritelerin kuralları açısından son derece önemli bir evrim yaşamaktadırlar. Dünyanın geleneksel olarak önemli likidite merkezleri olan finansal metropoller daha fazla globalleşirken, yerel ölçekteki finansal piyasalar da birbirlerine entegre olmak zorunda kalmışlardır. Dolayısı ile finansal piyasalar da yaşanan bu transformasyon yeni bir dönemin kapılarını aralamıştır.

Ekonominin bilimsel olarak literatürde yer alması kapitalizmin doğuşu ile aynı zamana tekabül etmektedir. Sanayi devriminden sonra teknolojik alanda yaratılan yeni gelişmeler dünyaya iktisadı yazında ilk değişim sinyalini vermiştir. Yaşanan değişim birçok krizi beraberinde getirmiştir. Kapitalizmin en katı eleştirisini dile getiren Marx, sistemin sürekli krizlere maruz kalacağını ve daha sonra kendi kendini imha edeceğini iddia ederek, kapitalist sistemin sorgulanmasında derin tartışmalar yaratmıştır.

Kapitalizm tarihinde sürekli yaşanan krizlerden sonra kendine çıkış yolu bularak, sistemi devam ettirmiştir. ABD’de yaşanan son küresel kriz finansal piyasalardaki entegrasyon nedeniyle domino etkisi göstererek, dünya geneline yayılmıştır. Krizin küreselleşmesi ve etkilerinin daha ne kadar süreceğine ilişkin tereddütlerin devam etmesinin yanında, iktisadı yazında yeni tartışmaları başlatmıştır.

Finansal piyasaların işlem hacimlerinin artması, işlevinin artması, yeni finansal ürünlerin yaratılması, kısaca finans kapitalin öneminin artarak, hayatın içine nüfuz etmesi bu değişimin yönünün ve nedenlerinin açıklanması için en önemli teorik sorunsallardan biri olmuştur.

Bu çalışma kapitalizmin son aşaması olarak nitelendirilen finansallaşmanın ilkin tarihsel olarak teorik temellerinin incelenmesi, finansal piyasalardaki yaşanan dönüşümün açıklanması ve nihayetinde finansallaşmanın modellemesi ile gerçekleştirilmiştir. Öncelikle Türkiye’deki para ve sermaye piyasalarındaki değişimin kalitatif olarak açıklanması daha sonra reel sektörün finansallaşma analizini açıklayan modellerin kantitatif olarak belirlenmesi, ilk çalışma olması dolayısıyla öncü bir çalışma teşkil etmektedir.

Çalışmada Genelleştirilmiş Momentler Tekniği kullanılarak İMKB Sınai Endeksi’nde yer alan şirketlerin finansallaşması analiz edilmiştir. Finansallaşma analizinde iki model kullanılarak bağımlı değişken olarak yatırım, bağımsız değişken olarak şirketlerin borçları, finansal karları, karları, satışları ve finansal ödemeleri ile modelinin kantitatif analizi yapılmıştır.

Kantitatif çözümler sonucunda, finansallaşmanın ekonominin lokomotifleri olan üretim sektöründe, işletmelerin ve borçluluk düzeylerinin artmasının yatırım oranına pozitif bir katkı yaptığı gözlenmektedir. Diğer yandan her iki modelde de finansal karlarla yatırım oranı arasındaki ilişki negatif çıkmıştır. Bu durumda finansal karların artışının reel yatırım saikini azaltıcı bir etki yaptığı ileri sürülebilir.

*Anahtar Kelimeler : Finansallaşma, Marxist doktrin, finansal liberalizasyon, mortgage krizi, genelleştirilmiş momentler tekniği*

## ABSTRACT

Financial markets in the world, especially for the last three decades, have been evolving significantly in terms of market volumes, operational intensity, institutional and regulations as well as the authorities governing them. As financial centers, traditionally crucial for providing world liquidity, has become increasingly global, the local financial markets inevitably had to be integrated with each other. The increase in operational volumes and the changing nature of financial markets, creations of new financial products; led to the increase of the importance of financial capital and how it affected day to day life directly became one of the most important theoretical problems. Thus, the transformation witnessed in the financial markets led to a new era, dubbed as “financialization”. This study is done to fill a gap in the literature by observing historical roots of theoretical fundamentals of financialization. Here it is defined as the latest stage of capitalism particularly by focusing on the financial transformation that occurred in the financial markets. Since existing literature on this topic is limited in scope and breadth the present study develops primarily a qualitative explanation of change in monetary and capital markets and then uses quantitative techniques to measure financialization in Turkey. In this thesis, the financialization of companies listed in the Istanbul Stock Exchange’s Industrial Index are analyzed using an econometric technique known as Generalized Method of Moments. The quantitative analysis has used two distinct methods to measure the relationship between firms’ investments and their debts, financial profits, sales and financial payments, variables that constitute variables for measuring financialization. The results of quantitative analyses indicates that financialization, in the form of company indebtedness, might provide positive value added to the amount of investments, particularly in the manufacturing sectors. On the other hand, both models revealed a negative relationship between higher financial benefits and amount of investments. In this case, the thesis highlights and claims that the returns on financial investments might have a decreasing influence on motivation of real investment.

*Key words: Financialization, Marxist doctrine, financial liberalization, mortgage crisis, generalized method of moments.*

# İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>viii</b>
<b>GRAFİK LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>x</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## BÖLÜM I

### FİNANSALLAŞMA KAVRAMININ TEORİK GERİ PLANI

1.1. Finansallaşma Kavramı .....	6
1.2. Finansallaşma Olgusu ve Nedenleri .....	7
1.3. Finansallaşma Süreci .....	17

## BÖLÜM II

### FİNANSALLAŞMANIN TARİHSEL GERİ PLANI

2.1. Kapitalizmin Evrimi ve Sermaye Birikimi.....	24
2.1.1. Finansallaşmanın Boyutları.....	24
2.2. Sermaye Birikimi ve Finansallaşma.....	27
2.2.1. Kapitalizmin Evrimine Marxsist Yaklaşım.....	27
2.2.2. Finansal Regülasyon: Büyük Bunalımdan Altın Çağa Geçiş.....	28
2.2.3. Keynesgil İktisadın Uygulanışı: Büyümenin Altın Çağı.....	31
2.2.3.1. Euro-Dollar Piyasalarının Yükselişi .....	32
2.3. İktisadi Kalkınmanın Altın Çağı: Bretton – Woods Sistemi .....	33
2.4. Keynes ve Finansallaşma .....	39
2.5. Finansal Liberalizasyon ve Deregülasyon.....	42
2.5.1. Finansal Liberalizasyon, Dünya Borç Krizi ve Finansallaşmanın Yaygınlaşması .....	45
2.6. Finansallaşma ve Neo-Liberalizm .....	50
2.6.1. Finansallaşma Paradigması .....	52

## BÖLÜM III

### FİNANSALLAŞMANIN TEORİK TEMELLERİ

3.1. Mali Piyasalar ve Finansal Kurumların Evrimi ve Finansallaşma .....	56
3.2. Finansallaşmanın Sonuçları: Azalan Kar Hadleri .....	57
3.3. Marxgil İktisat Teorisinde Finansallaşma Kavramı .....	61
3.4. Finansallaşmanın Yaygınlaşmasının Araçları: Finansal Yenilikler .....	64
3.5. Endüstriyel Sermaye – Finans Sermayesi ve Değişim .....	68
3.6. Kurumsal Yatırımlar, Küreselleşme ve Finansallaşma .....	69
3.7. Kurumsal Yönetimde Yaşanan Değişimler ve Risk Yönetimi .....	72
3.8. McKinnon – Shaw Hipotezi: Finansal Baskı Eleştirisi ve Liberalizasyon .....	76
3.9. Literatürde Finansal Küreselleşme ve Finansallaşma .....	79
3.10. Finansal Piyasaların Güçlenmesine Yönelik Önlemler: Uluslararası Finansal Mimari .....	82
3.10.1. Washington Uzlaşısı.....	83
3.10.2. Washington Uzlaşısı'nın Finansallaşma Sürecine Katkısı.....	86
3.11. Finansallaşma ve Finansal Krizler .....	91
3.11.1. 2007-08 Mortgage Krizi.....	93

## BÖLÜM IV

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA SÜRECİNİN ANALİZİ

4.1. 1980 Öncesi Türk Ekonomisi ve Finansal Sisteminin Genel Yapısı .....	96
4.2. 1980 Sonrası Finansal Piyasalardaki Gelişmeler .....	99
4.2.1. 2000-2001 Finansal Krizleri.....	103
4.2.2. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Sürecine İlişkin Değerlendirme.....	107
4.3. Finansal Derinleşme .....	110
4.4. Finansal Sektördeki Gelişmeler.....	113
4.4.1. Finansal Kuruluşların Finans Sektöründe Dağılımı .....	113
4.4.2. Finansal Sistem Aktif Büyüklüğü .....	115
4.4.3. Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları .....	115

**BÖLÜM V**  
**BANKA SEKTÖRÜ REFORMU VE REEL SEKTÖR**  
**FİNANSALLAŞMA ANALİZİ**

5.1. Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması.....	120
5.1.1. Bankacılık Sektörü Bilanço Yapısı .....	121
5.1.2. Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı .....	123
5.1.3. Bankacılık Sektörünün Liberalleşmesi.....	124
5.1.4. Bankacılık Sektörünün Uluslararası Finansal Piyasalarından Borçlanmaları .....	125
5.2. Sermaye Piyasaları Finansallaşma Analizi.....	127
5.3. Reel Sektörün Finansallaşma Analizi.....	131
5.4. Yurtiçi Kredi Hacmi .....	140
5.4.1. Tüketici Kredileri .....	142
5.4.2. Yurtiçi Tasarruflar .....	144
5.5. Bireysel Borçluluk Göstergeleri .....	145
5.6. Kredilerin Gelişimi.....	146
5.6.1. Hanehalkı Tüketimi.....	147

**BÖLÜM VI**  
**FİNANSALLAŞMA VE SERMAYE BİRİKİMİNİN EKONOMETRİK**  
**İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

6.1. Finansallaşma ve Sermaye Birikimi İlişkisinin Teorik Çerçevesi .....	150
6.2. Finansallaşma Ve Sermaye Birikimi İlişkisinin Ekonometrik Analizi .....	151
6.2.1. Ekonometrik Metodoloji: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) 151	
6.2.2. Dinamik Panel ve GMM Tahmin Tekniği .....	152
6.2.3. Panel Veri Regresyon Analizinin Avantajları.....	155
6.2.4. Değişkenlerin Tanımlanması.....	156
6.2.5. Finansallaşma Göstergelerinin Modellenmesi .....	157
6.2.5.1. Model I.....	157
6.2.5.2. Model II.....	157
6.3. Yatırımların Belirleyicileri ve Finansallaşma .....	158
6.3.1. Karlılık ve Talep.....	158



6.3.2. Finansal Ödemeler.....	159
6.3.3. Borçluluk.....	159
6.3.4. Finansal Gelir ve Finansal Karlar.....	160
6.3.5. Satış Hasılatı.....	161
6.4. Ekonometrik Tahmin Sonuçlarının Değerlendirilmesi .....	165
<b>SONUÇ .....</b>	<b>168</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>174</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>180</b>

## TABLO LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
<b>Tablo 1:</b> Finansal Sistem Aktif Büyüklüğü .....	115
<b>Tablo 2:</b> Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları .....	116
<b>Tablo 3:</b> Finansal Sistem GSYİH'ya Oranı .....	118
<b>Tablo 4:</b> Bankacılık Sektörü Temel Bilanço Göstergeleri.....	122
<b>Tablo 5:</b> Dış Piyasalardan Sağlanan Kaynakların Gelişimi (Milyar ABD Doları).....	125
<b>Tablo 6:</b> Brüt Dış Borç Stoku Göstergeleri .....	133
<b>Tablo 7:</b> Finansal Kesim Dışındaki Şirketlerin Döviz Varlık ve Yükümlülükleri .....	134
<b>Tablo 8:</b> Reel Kesim Şirketlerin Seçilmiş Bilanço Kalemleri.....	137
<b>Tablo 9:</b> Özel Büyük Kuruluşlarda Sanayi Faaliyetleri Dışı Gelirler ile Net Bilanço Karları (Vergi Öncesi) İlişkisi (000 TL).....	138
<b>Tablo 10:</b> Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülükler .....	146
<b>Tablo 11:</b> Data Özeti.....	162
<b>Tablo 12:</b> Model I .....	163
<b>Tablo 13:</b> Model II.....	164
<b>Tablo 14:</b> Tahmin Modellerinin Katsayı ve İstatistiklerinin Sunumu.....	166

## GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
<b>Grafik 1:</b> Bankacılık Sektör Kârı (Milyar TL) .....	107
<b>Grafik 2:</b> Finansal Derinleşme (M2Y/GSMH) (%) .....	111
<b>Grafik 3:</b> Finansal Derinleşme (M2/GSMH) (%) .....	112
<b>Grafik 4:</b> Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı (%) .....	114
<b>Grafik 5:</b> Bankaların Aktif Kompozisyonu .....	123
<b>Grafik 6:</b> İMKB’de Faaliyet Gösteren Şirket Sayıları (Adet) .....	129
<b>Grafik 7:</b> İMKB yıllık İşlem Hacmi (Milyar TL) .....	130
<b>Grafik 8:</b> İMKB İşlem Miktarı (Hisse) .....	131
<b>Grafik 9:</b> Finansal ve Finansal Olmayan İşletmelerin Dış Borçları (Milyar Dolar) .....	132
<b>Grafik 10:</b> Sanayi Üretim Endeksi (1997=100) (TUİK) .....	136
<b>Grafik 11:</b> Bankacılık Sektörü Yurt İçi Kredi Hacmi (Milyon TL) .....	141
<b>Grafik 12:</b> Tüketici Kredileri (Bin TL+YP) .....	142
<b>Grafik 13:</b> Bireysel Krediler ve Kredi Kartları .....	143
<b>Grafik 14:</b> GSYİH-Harcamalar Yöntemiyle (Cari ve Sabit (1998) Fiyatlarla) (TUİK) Yerleşik Hanehalklarının Tüketimi (Cari) .....	148

## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ATM</b>	Otomatik Vezne Makinası
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BIS</b>	Uluslararası Ödemeler Bankası
<b>BM</b>	Birleşmiş Milletler
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>DTH</b>	Döviz Tevdiat Hesapları
<b>DTÖ</b>	Dünya Ticaret Örgütü
<b>EC</b>	Avrupa Komisyonu
<b>FAD</b>	Gıda ve Tarım Teşkilatı
<b>FED</b>	Amerikan Federal Rezerv Bankası
<b>FOİ</b>	Finansal Olmayan İşletmeler
<b>FRA</b>	Finansal Baskı Analizi
<b>FSF</b>	Finansal İstikrar Forumu
<b>G-7</b>	En Zengin Yedi Ülke
<b>GATT</b>	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
<b>GDP</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>GMM</b>	Genelleştirilmiş Zamanlar Yöntemi
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>G.M.Y.O</b>	Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>HM</b>	Hazine Müsteşarlığı
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>IBRD</b>	Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
<b>IFRS</b>	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>ILO</b>	Uluslararası Çalışma Teşkilatı
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İSO</b>	İstanbul Sanayi Odası
<b>KKDF</b>	Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu

<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>M. Ö.</b>	Milattan Önce
<b>NYSE</b>	New York Stock Exchange
<b>OECD</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>OLS</b>	En Küçük Kareler Yöntemi
<b>OTC</b>	Tezgahüstü Piyasalar
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>2SLS</b>	İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi
<b>POS</b>	Satış ya da Satınalma Noktası
<b>ROA</b>	Vergi Sonrası Aktif Karlılığı
<b>ROE</b>	Vergi Sonrası Özkaynak Karlılığı
<b>SAGP</b>	Satınalma Gücü Paritesi
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SYR</b>	Sermaye Yeterliliği Rasyosu
<b>TBB</b>	Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TMS</b>	Türkiye Muhasebe Standartları
<b>TOA</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>TSPAKB</b>	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
<b>TSKB</b>	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>YP</b>	Yabancı Para
<b>WTO</b>	Dünya Ticaret Örgütü

## GİRİŞ

Kapitalizmin tarihinde daha önce eşi görülmemiş şekilde ortaya çıkan 2008 dünya ekonomik krizi, başta konut olmak üzere eğitim, sağlık, emeklilik ve sigorta gibi harcamalara ayrılan kişisel gelirin finansallaşmasıyla doğrudan ilişkilendirilebilir. Son otuz yılda global ekonominin ürettiği gayrisafi hasıla rakamı yükselmiş ancak büyüme hızı, finansal ve ekonomik krizler nedeniyle zaman zaman kesintilere uğramıştır. Dünya ekonomisinin istikrarsız, öngörüsüz ve eşitsizlikle genişleyen bir düzene oturduğu yönündeki eleştiriler artmıştır. Bu tezde Ağustos 2007'den bu yana dünya ekonomisini etkisi altına alan krizin, tam anlamıyla finansallaşmış kapitalizmin krizi olduğu tartışılacaktır.

ABD'li işçilerin en yoksul kesimlerinin konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sıkıntı XXI. yüzyılın ilk krizini ateşledi. Bu yüzden bu tezde 2008 krizi, ABD konut piyasalarında talebi oluşturan ücretli kesimlerin “finansallaşması”nın başlattığı ve finansallaşmayı anlamak için yeni bir paradigma oluşmuştur. Örneğin bu kesimlerin konut talebini besleyen mortgage (tutsat) borçları 2001'den 2003'e kadar hızla artmış, sonrasında azalmakla birlikte 2006'ya kadar yüksek seviyede kalmaya devam etmiştir. ABD bankalarının ve diğer finans kurumlarının mortgage kredileri, geri ödeme gücü garantili kesimlerden sonra düşük gelirli yoksul kesimlere kadar genişlemiştir. Sub-prime mortgage (eşik-altı tutsat kredisi) olarak adlandırılan bu kredilerin geri ödeme riski artmış, zamanla bu krediler temerrüde düşmüştür.

Finansallaşmanın gelişimi sırasında bankalarla diğer finans kurumlarının nicelik ve nitelik olarak dönüşüm geçirmeleri, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal piyasaların küreselleşmesi ve birbirine daha fazla entegre olması, krizin yaygınlaşmasına neden oldu. Ticari bankalar, sınai ve ticari sermayeden giderek uzaklaşırken, kısa dönemli kar amaçlı kredilere yönelerek finansal intermediasyondan uzaklaşıp kendilerine kar kaynağı olarak gördükleri bireysel gelirlere doğrudan el koymaya yönelik girişimlere başladılar. Bir yanda yatırım bankacılığı diğer yanda kişisel gelirlere finansallaşma yoluyla el konulması, 2000-2007 arasında ABD'de ve başka ülkelerde çok büyük bir balon oluşturmuş ve sonucunda finansal bir felakete yol açmıştır.

Gelişmiş kapitalist ekonomiler hızla finansallaşırken, balon sırasında finansal kar kaynaklarının önemli ölçüde değiştiği iyice belirginleşmiştir. Bu karlar, çoğunlukla hizmet ücretleri, komisyonlar ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemleri biçiminde yatırım bankacılığı vasıtasıyla elde edilen finansal kazançlara denk düşmektedir. Ayrıca; bu karlar bir ölçüde de kişisel gelirden, özellikle de halkın tasarruflarının kullanılmasından kaynaklanmaktadır.

Gerek uluslararası ticaret hacminin daralması ve gerekse makroekonomik dengenin çıkmaza girmesi gibi olumsuz gelişmeler, 2007 krizinin ABD kaynaklı olması nedeniyle 1929 – 1933 Büyük Bunalımı'yla bugünkü kriz arasında paralellik kurulmasına neden oldu. 1929 Büyük Bunalımı'nın nedenleri konusunda iktisatçılar zamanla değişen görüşler öne sürmekle beraber çöküşün sorumlusu olarak bankacıların tehlikeli finansal faaliyetlerini gösterdiler. Aynı şekilde, son krizin ABD mortgage (tutsat) piyasalarında 2006 yılında başlayan dalgalanmanın, 2007'den itibaren önce kredi sonra da likidite krizine dönüşerek küresel boyuta ulaşırken, borçlulardan, kredi veren kuruluşlara, menkul kıymet ihraç edenlerden kredi derecelendirme kuruluşlarına ve yatırımcılara kadar finansal piyasalarda faaliyet gösterenler sorumlu tutuldu. Özellikle krizi tetikleyen, sorunlu kredilerin büyük kısmını oluşturan sub-prime mortgage (eşik altı tutsat) kredilerinin ve bunlara dayalı türev ürün piyasalarının çok hızlı büyümesi, bu dengesizlik sayesinde mümkün olmuştur.

Finansal globalizasyon, daha yaygın olarak 1980'li yıllarda benimsenen neo-liberal ekonomi politikalarını uygulamaya koyan ülkelerde başlamıştır. ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerde 1980'li yılların başında uygulanan para politikalarında radikal değişimler meydana geldi. Ayrıca petrol fiyatları şoklarının etkisiyle enflasyonla mücadele öncelikli amaçlar haline gelmiştir. Bu sürecin sonucunda ABD ve global ekonomilerde borç veren ve borçlanan kesimler arasındaki güç dengesini değiştirecek olan faiz parametresinde gözlemlenen yüksek volatile risk yönetiminde önemli rol oynamaya başladı.

Sermaye piyasaları 1980'li yıllarda banka finansmanı üzerinde öncelikli olarak yer almış ve yeni bir finansal sistem ortaya çıkmaya başlamıştır. Finansal globalizasyon, rekabetin artış sürecine paralel olarak yükselmiştir. Uluslararası finans oyuncularını; emeklilik fonları, yatırım fonları ve bankalar, finansal varlıklar ve finansal enstrümanları, ülkelerindeki piyasalara arz etmişlerdir. Finansal piyasaların

liberalizasyonu yüzyılın son çeyreğinde “karakteristik fenomen” olan finansal globalizasyonun yeni boyutu haline gelmiştir.

Diğer taraftan finansallaşma; sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel ekonomik faaliyetlerinden uzaklaşması ve kısa dönemli, ancak riskli ve yüksek getirili finansal varlıklarda yoğunlaştırılması anlamına gelmektedir. Sermaye birikimi finansal piyasaların etkisiyle finansallaşmıştır. Finansallaşmayı yeni ekonomik varlıkların ortaya çıkışıyla da açıklayabiliriz. Finansal olmayan sektörün toplam karlılığının giderek daha yaygın olarak finansal ekonomide yaratılıyor olması, sabit sermaye yatırımlarına aktarılacak fonların da daralması sonucunu doğurmaktadır. Finansal olmayan kuruluşlar 1990’lı yıllarda yeni bir yönetim anlayışıyla karşılaşmış, finansallaşma kavramı ile gelişen ve finansallaşmanın yayılması ile birlikte risk transferleri artmıştır.

Diğer yandan tasarruf yönetiminde merkezileşme ve globalleşme, finansal varlıkların kurumsal tarafta sigorta şirketlerinde, bireyler tarafında ise emeklilik fonları, yatırım fonları veya yatırım şirketlerinde tutulmasına yol açmış, 1990’lı yıllarda aktif role sahip olan emeklilik fonları, yatırım şirketlerinin büyük girişim hedeflerine kaynak oluşturmuştur. Finansın küreselleşmesine koşut olarak bu faaliyetlerin de uluslararasılaşması önem kazanmaya başlamıştır.

2007-08 yılında başlayan krizin temelleri sub-prime mortgage ve aşırı menkul kıymetleştirilen mortgage borçlarına dayanarak ortaya çıkmıştır. Ekonominin finans dünyasında yerini genişleterek büyümeye çalışması kapitalizmin son aşaması olan finansallaşmayı beraberinde getirmiştir. Birçok araştırmacıya göre ise finansallaşma emperyalizmin daha ılımlı ve bir üst aşamasıdır (Orhangazi, 2008).

Diğer yandan liberalizasyon, neo-liberalizasyon, globalleşme, özelleştirme, serbestleşme kavramları sorgulanmaya açılmışken, finansallaşma kavramına artan önem atfedilmeye başlanmıştır. Bu tez, gayrimenkul piyasasında tetiklenen son global krizde, finansallaşma kavramının ulusal ekonomilerin dinamikleri içerisine girmesi ve yükselmesine bakmadan, kriz olgusunu anlama ve bu olguya ilişkin çıkarımlarda bulunmanın zor olacağını ileri sürmektedir.



Bu çalışmada, kapitalizmin son aşaması olarak finansallaşma olgusu tartışmaya açılarak, finansal yazındaki yerinin belirlenmesi ve kantitatif bir modelle analiz ve karşılaştırma yapılmak suretiyle uygulamadaki kullanılabilirliği sınanmaktadır.

Tezin birinci bölümünde finansallaşma olgusu ve kavramının literatürdeki yeri üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde finansallaşma kavramına farklı perspektiflerden yaklaşan anlayışlar sınıflandırılmaktadır. Bu tür bir çaba Türkçe ekonomi literatüründe ilk kez yapıldığı için, bu tezi ayrıcalıklı kılmaktadır.

Tezin ikinci bölümünde finansallaşmanın tarihi açıdan gelişimi analiz edilmektedir. Finansallaşma olgusu literatürde küreselleşme ile birlikte ele alınan bir olgu olduğu için finansallaşmanın tarihsel gelişiminin, bunun nicelik ve niteliksel boyutlarının vurgulanmasının küreselleşme ile koşut olması kaçınılmazdır.

Tezin üçüncü bölümünde finansallaşmanın teorik temelleri üzerinde durularak, finansallaşmanın getirdiği değişimlerden söz edilmektedir. Finansal liberalizasyon ile başlayan küreselleşme hareketleri ile gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkeleri bu sisteme dahil etmek için uyguladığı çaba ve politikaların ayrıntıları ele alınarak, gelişmekte olan ülkelerin nasıl finansallaştığı üzerinde durulmaktadır. Daha sonra ise, finansallaşmanın son küresel krize yaptığı katkı analiz edilmektedir.

Tezin dördüncü bölümünde finansallaşmanın Türkiye ekonomisi üzerinde etkileri ele alınmaktadır. Türkiye neo-liberal politikalarının uygulanmasına 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlamış ve bugüne değin bu politikalar farklı dönemlerde gözden geçirilmiştir. Türkiye'nin finansallaşması konusu, kavramsal düzeyde araştırılması ve niceliksel olarak ölçümü literatürde pek fazla yer almamaktadır. Bu yüzden bu bölümde sunulan bilgiler tezin orijinal katkıları arasındadır.

Tezin beşinci bölümünde ise Türkiye ekonomisinin finansallaşma etkileri üzerine yapılan araştırmamız devam etmektedir. Finansallaşmayı farklı perspektiften ele alarak, ilkin para ve sermaye piyasalarında yaşanan dönüşüm ve sonuçları hakkında bilgi verilmektedir. Sonrasında ise finansallaşmanın reel sektör üzerindeki etkileri ve sonuçları yorumlanmaktadır. Finansallaşmanın yarattığı son etki ise hanehalkı üzerinde yaptığı etkidir. Finansallaşma ile başlayan bu süreçte hanehalkı gelirinin nasıl finansallaştığı gözler önüne serilmektedir.

Tezin altıncı ve son bölümünde finansallaşma modelinin Türkiye ekonomisi için oluşturulması ve finansallaşma bileşenlerini tanımlama ve etkileri araştırılmaktadır. Bu bölüm finansallaşmanın niceliksel ölçümünü OLS ekonometrik modeli kullanarak yapmakta ve bulguları sunmaktadır. Türkiye modeli ile ABD için daha önceden kullanılmış modeller ile karşılaştırılmasına yer verilmekte ve finansallaşma kavramının Türkiye için ne anlama geldiği konusunda dersler çıkartmaktadır.

# BÖLÜM I

## FİNANSALLAŞMA KAVRAMININ TEORİK GERİ PLANI

### 1.1. Finansallaşma Kavramı

Son yıllarda global ekonomi finansal alanda büyük değişimler yaşamakta ve finansal transformasyonun önemi ve boyutu giderek artmaktadır. Finansal piyasaların ve bu piyasada faaliyet gösteren kuruluşların ekonomide öne çıkmasıyla birlikte finansal sektör karlılığı artmış, bankacılık sektörü ile reel sektörlerin ilişkisi yeni bir aşamaya taşınmıştır. Ekonomide toplam yükümlülük hızla artarken, finansal kaynaklardan elde edilen gelirler, finansal olmayan kaynaklardan elde edilen gelirlere oranla daha çok artmıştır. Finansal olmayan kuruluşların finansal varlık ve finansal girişimlere sahip olmaları yoluyla finansal piyasalardaki etkinlikleri bu yüzden artmıştır. Aynı zamanda finansal olmayan kuruluşların karar verme süreçlerinde finansal piyasa ve kurumlarıyla ilişkileri de artmış ve finansal piyasalarda büyük montanlı hisse senedi fonlarını tahsis etmede öncülük etmişlerdir.

Reel sektörün finansman ihtiyacını karşılayan finansal kurumlar, geleneksel rollerini değiştirerek reel sektöre yön veren piyasalar haline gelmişlerdir. Bu süreç ulusal ekonomilerin temel yapı taşlarını değiştirecek güce sahip bir devinim yaratmıştır. Finansal serbestleşme sonucu bankalar ve finansal kurumların reel ekonomi içinde değişim ve etkileşim içerisine girmesi, mikro ölçekte krizlerin küresel boyuta kolayca taşınmasına yol açmıştır. Ancak, gelişkin piyasalarda finansal kriz olarak başlayıp dünyaya yayılan 2008 iktisadi krizi finansal düzenlemelerde yeni değişimlerin de habercisi olmuştur.

Finans dünyasında yaşanan bu gelişim ve değişimler ekonomi literatüründe “finansallaşma” kavramı etrafında toplanmıştır. Finansal piyasaların globalleşmesi, artan finansal yatırım ve finansal gelirlerdeki artış trendi, şirket hissedarlarının varlıklarındaki artış eğilimi ve şirket yönetimindeki teori ve uygulamalarının değişimi, hanehalkının finansla iç içe geçmesi finansallaşma ile ilişkilendirilmektedir. Kronolojik olarak liberalizasyon, neoliberalizasyon, deregülasyon ve globalizasyon, finansallaşmanın evrim aşamaları olarak görülebilir.

## 1.2. Finansallaşma Olgusu ve Nedenleri

Finansallaşmayı kavramsal bir çerçeveye oturtma çabasına koşut olarak yaptığımız literatür taramasına dayanarak finansallaşmanın nedenlerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Finansal olmayan kuruluşlar için portföy gelirlerinin (faiz, kar payı, sermaye kazançları) kurumsal nakit akımlarına bağlı olmasından dolayı öneminin artması;
- Finansal sektörün ekonomiler için kar kaynağı haline gelmesinden dolayı giderek öneminin artması;
- Nakit akımlarında 1970’li yılların başından bu yana, portföy gelirlerinin finansal olmayan sektörlerde artıyor olması (özellikle üretici sektörlerde);
- Ülkelerin ucuz fon yaratıp yatırımlarını arttırmak için, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması;
- Teknolojik yeniliklerin, finansal mühendislik olarak finansal piyasalarda uygulanması.

Finansal alanda yukarıda sıraladığımız nedenler kapitalizm tarihinde yeni bir dönem olan finansallaşma dönemine işaret etmektedir. Finansın ekonomi içinde yerine getirdiği fonksiyonlar ile ilgili olarak yaşanan bu son gelişmeler, tasarruflara ve büyümeye yeni bir sistematik getirmiş, bu da kendini kapitalizmde yeni bir aşamanın gerçekleşmesi olarak ortaya koymuştur. Bu şartlarda doğal olarak konjonktürel dalgalanmalar güçlü bir şekilde finansal varlık fiyatlarını etkilemiştir.

Buna paralel olarak bu işaretler finansallaşma göstergesi olarak değerlendirilirken bu süreçte henüz tam bir fikir birliği oluşturacak tanımlama getirilememiştir. Aslında sermaye birikim sürecinin bu şekilde finansallaşması konusu, ilk olarak Büyük Bunalım’a karşı bir yanıt olarak *durgunluk (Stagnasyon) tezi*, adı altında Hansen tarafından irdelenmiş ve daha sonra 1966 yılında Baran ve Sweezy tarafından yazarların *Monopoly Capital (Tekelci Sermaye)* adlı eserlerinde ele alınmıştır (Magdoff, 1967: 148). Ancak en yaygın kabul gören şekilde finansallaşma, “uluslararası ve ulusal ekonomide finansal piyasaların, piyasa oyuncularının ve finansal kurumların işlevlerinin artması” olarak tanımlanmaktadır. Ertürk (2008)’e göre finansallaşma, finansal piyasalarda finansal olmayan işletmelerin meşguliyetidir

(Ertürk, 2008: 211). Epstein (2005) finansallaşmayı, finansal motif, finansal piyasa, finansal aktör ve kuruluşların yerel ve uluslararası ekonomide işlemlerin artması olarak tanımlamaktadır. Dore (2002) ise Epstein (2005) tanımlamasına daha geniş açıdan bakarak; finansallaşmayı toplam ekonomik aktivitede finansal endüstrinin hâkimiyetinin artması, şirketlerin yönetimlerinde finansal kontrollerin olması, toplam varlıklarda finansal varlıkların bulunması, özellikle özkaynaklarda finansal varlıkların yer alması, şirket stratejik kararlarında borsaların yönlendirici olması ve iş döngüsünde borsada yaşanan dalgalanmaların belirleyici faktör olması olarak tanımlamaktadır (Dore, 2002: 166-17).

Finansallaşma, Palley (2007) tarafından, finansal piyasaların, finansal kurumlarının ve finansal elitin ekonomik politika ve sonuçlarının üzerinde daha etkili hale gelme süreci olarak tanımlanmaktadır. Fine (2008) ise finansallaşmayı, finansal olmayan şirketlerin yönetiminde, piyasa oyuncusu gibi hareket etmeleri şeklinde ifade etmektedir (Fine, 2008: 4). Bryan (2006) ise finansallaşmanın şirketlerin, rekabetçi yatırımcılara ulaşabilmek için hedeflere ulaşmada yönetim stratejilerini değiştirdiklerini ve bu değişimin, finansal hesapların (ve finansal kurumların) özel ve sosyal alanda yaygınlığını arttırdığını ifade etmektedir (Bryan v.d., 2006: 32).

Harvey'e göre finansallaşma, ekonominin finans alanında büyük oranda değişimi olmamakla birlikte, niteliksel olarak finansın rolünün değişmesidir (Harvey, 2005: 4). Bu değişimle finansal olmayan sektörlerin finansla olan ilişkisi daha güçlü hale gelmiştir. Harvey'e göre finansallaşma ayrıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkiyi de dönüşüme uğratmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamış, bu olgu ise ABD cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir. Bu süreçten en fazla yarar sağlayan ise uluslararası ödemeler aracının doların ihraççısı olarak ABD olmuştur. Bu durum dünya ekonomisinde yoksulun zengine borç vermesi gibi bir sonucu doğurmuştur (Harvey, 2005: 69).

Finansallaşma ayrıca, finansal sektörün kuralılaşdırılması, yeni araçların yaygınlaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve döviz piyasalarında istikrarsızlığın artması olgularını da içermektedir. Stockhammer (2007) piyasa temelli finansal sistemlere geçiş, finansal piyasalarda ana oyuncular olarak kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışı, hissedar değeri yoluyla kurumsal yönetişimin,

hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerde, baskınlığına doğru değişim, yaşanan gelişmeler arasındadır (Stockhammer, 2007: 2).

Stochhammer (2004), Crotty (2005), Skott ve Ryoo (2008) çoğunlukla finansallaşmanın makro ekonomik sonuçları üzerine odaklanmakta ve bu terimi finansal piyasalarla finansal olmayan piyasalar arasındaki ilişkide yaşanan dönüşümü tanımlamakta kullanmaktadırlar. Froud, Haslam, Johal ve Williams (2000) ise finansallaşmayı; mikro düzeyde analiz etmektedirler. Bu akademisyenler “*coupon pool capitalism*”<sup>1</sup> kavramı etrafında geliştirdikleri analizlerde finansal piyasaların şirketler ve bireylerin davranışlarında yarattığı etkiyi incelemektedirler.

Wade (2005) çok farklı bir tanımlama yapmış, yaşanan bu durumu üç madde ile sıralamıştır. Finansallaşma finansal ekonominin reel ekonomi üzerinde gittikçe büyüyen hâkimiyeti ve (a) sermaye çevrelerinin çıkarlarının kurumsal bağlamda daha sıkı olarak korunması (b) milli gelirin ücretlilerden, sermaye çevrelerine yeniden ve hızlı bir şekilde dağıtımı ve (c) milli gelirin, en zengin hanehalkının %1-%10 arasındaki kesime yeniden ve hızlı bir şekilde dağıtımı olarak adlandırmaktadır (Wade, 2005: 4).

Arrighi (2003), Harvey (2007) ve Lapavitsas (2008) ise farklı bir bakış açısıyla finansallaşmayı inceledikleri eleştirel çalışmalarında, finansallaşmanın kökenini sermaye birikim sürecinde aramakta, kapitalizmdeki aşırı birikim krizinin altını çizmektedirler. Ancak, konuya farklı bir perspektifle yaklaşan Lapavitsas (2008), yeni bir olgu olarak finansın sömürücü yönlerini ve finansal sistemin geçirdiği dönüşüme işaret etmekte, özel olarak günümüz kapitalizminde aracı kurum olan bankalara ve onların değişen rollerine işaret etmektedir.

Agliette ve Bretton (2001), birikim rejimini biçimlendirdiğini düşündükleri yeni finansal sistemin baskın gücü olarak hisse senedi piyasalarına odaklanmaktadır. Düzenlemeciler için ise, finansal serbestleştirme birikim rejimindeki değişimin en önemli kurumsal faktörü olmuştur. Dolayısıyla finansal olmayan işletmeler ile finansal piyasalar arasındaki meydana gelen değişim üzerine odaklanmaktadırlar.

Genel olarak finansallaşma ulusal gelir paylaşımında finansal varlık sahiplerinin payının yükselmesi, beraberinde işgücü paylarında düşüş, finansal

---

<sup>1</sup> Kupon havuzu kapitalizmi.

istikrarsızlıkta artma, yavaş büyüme ve ekonomik gelişim için azaltıcı beklenti olarak değerlendirilmektedir. Finansallaşmanın yaygınlaşması ise globalleşme ve neo-liberalizm eğiliminin başarısı olarak görülebilir. Literatür ağırlıklı olarak finansallaşmanın negatif etkileri üzerine yoğunlaşmaktadır. Buna göre finansallaşmanın anlaşılması farklı aşamalarının belirlenmesinden çok yarattığı etkiler açısından önemlidir.

Günümüz finansı, “yarat ve dağıt” (finans kurumlarının çeşitli finansal araçlar yaratıp ardından bunları yatırımcılara dağıtması) finansman modelinin benimsenmesi ve buna eşlik eden “kredinin menkul kıymetleştirilmesi” (kredilerle diğer finansal varlıkların pazarlanabilir menkul kıymetler olarak paketlenmesi) biçimleriyle en uç noktasına ulaştı (Papadatos, 2009).

Krippner (2005) ilk önce finansallaşmanın ABD ekonomisinin simgesi olmasının nedeni açıklamıştır. Daha sonra makro data kaynaklarla bunu detaylandırarak sunmaktadır. Crotty (2005) finansallaşmayı global neoliberal rejimin en önemli bileşeni olarak görmekte, ABD finansal olmayan sektörlerin finansallaşmasını değişik açılardan belgelemekte iken; Duménil ve Levy (2005) buna benzer ABD ve Fransa ile ilgili çalışmalarında, karların düşme trendine girerken bu süreçte yaşanan deregülasyon ve finansal serbestleşme konularına dikkati çekmektedirler. Bu çalışmalar üç önemli konu başlığı ortaya çıkarmaktadır. Finansal olmayan kuruluşların yatırımlarının gerçek yatırımlara oransal olarak yakın derecede artması, karlarının büyük bölümünü finansal işlemlerden kazanmaları ve kazançlarının büyük kısmını finansal piyasalarda faiz ödeme, kar payı, hisse geri alımları şeklinde çıkarmalarıdır.

Finansallaşma ile ilgili önemli araştırmalar yapılırken, sorulması gereken sorulardan biri; neden finansallaşma dönemi 1980 sonrası olarak gösterilmektedir? Finansallaşma ile ilgili ana akım ortodoks yaklaşımlar suskun kalırken, finansallaşmanın etkilerini ve bu soruyu yanıtlamaya Arrighi (1994, 2003, 2005), Arrighi ve Silver (1999), Harvey (2003), Sweezy (1997) ve Amin (1996, 2003), Orhangazi (2008) çalışmışlardır. Finansallaşma kökeni 1970’lerde yaşanan krizle bağdaştırılması yanında, finansallaşma kökeninde finansal piyasalardaki deregülasyon ve liberalizasyon değişimleri de gösterilmektedir. Duménil ve Levy (2005) finansallaşma sürecinde politika ve sınıf dinamiklerini vurgulamışlardır.

ABD ekonomisinde finansallaşmanın makroekonomik dinamikleri üçüncü tartışma konusudur. Özellikle, Boyer (2000), Aglietta ve Breton (2000) bu dinamikleri anlamak için girişimlerde bulunmuşlardır. Stockhammer (2004), Orhangazi (2008), ABD’de finansal olmayan kuruluşların sermaye birikimi etkilerini analiz ederek, finansallaşma ile ilişkilendirilmiştir.

Kurumsal yönetimdeki değişiklikler ve kurumsal performans için olumsuz etkileri buna zemin oluşturmuştur. Lazonick ve O’Sullivan (2000), Froud (2000), Feng (2001), Bivens ve Weller (2004), Henwood (1997 ve 2003), Marin (2000) ve Jürgens (2000), hissedar değeri hareketinde yükselme, yönetimin ve hissedarların menfaatlerini uyumlaştırma ve tartışmaların sonuçlarını içeren çalışmaların ve diğer yandan Soederberg (2003), Singh (2003) ve Glen (2000) gelişmekte olan ülkelerde Amerikan tarzı kurumsal yönetimi şeklinin artmasının etkilerini tartışmıştır.

Finansallaşma alanı gelir eşitsizliği yükselmesi ve işgücü şartlarında düşme ile karakterize edilmektedir. Epstein ve Jayadev (2005) OECD ülkelerinden örnek vererek, ulusal gelir dağılımının finansal kuruluş ve finansal varlık sahiplerine yöneldiği, bu oranın 1980’lerde ve 1990’larda yükseldiğini belgelemektedir.

Froud (2001) finansallaşma olgusunu, *coupon pool capitalism* ile ilişkilendirmekte; kuponların direkt olarak hane halkı tarafından veya endirekt olarak emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinin hanehalkı gelirlerini toplamak üzere tuttuklarını ifade etmektedir. Hanehalkı birikimlerini direkt olarak kupon havuzunda veya profesyonel fon yönetimi aracılığıyla yatırım yapma imkanına sahiptirler.

Son olarak uluslararası finansal ilişkilerdeki değişimler tartışmaların diğer bir parçasını oluşturmaktadır. Uluslararası finansal transformasyon patlaması, uluslararası para sisteminde değişimler ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin filizlenmesi finansın derin bir şekilde tartışılmasına neden olmuştur (Babb 2005; Akyüz ve Boratav 2005; O’Connell 2005; Crotty ve Lee 2005). Blecker (2005) finansallaşmanın uluslararası ticaret ve finans teorileri etkilerini göstermiştir. Birçok eser uluslararası finansal krizleri tartışırken uluslararası boyutta finansallaşmanın sürdürülemez olduğuna dikkat çekilmektedir (D’Arista 2005; Grabel 2005; Felix 2005).

Orhangazi (2008) ise, finansallaşma kavramını 1970’lerde yaşanan krizin ardından kar oranlarının düşmesiyle, finansal olmayan şirketlerin finansal faaliyetlere



girişme süreci olarak tanımlarken, finansallaşmanın reel sektör yatırımları üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan değişimin deregülasyonla harekete geçirilmesi ile finansal olmayan işletmelerin finansal alanda faaliyet göstermesini kolaylaştırmıştır. Bunu takiben finansal olmayan işletmelerin finansal varlıklarındaki artışla, finansal sektör güçlenerek, finansal yatırım olanaklarını arttırmıştır. Uzun dönemli yatırımlar yerine kurumsal yatırımcıların kısa dönemli karlılığı tercih etmesi, finansal piyasalardaki oyuncuların artmasının yanı sıra, kurumsal yönetişimde yaşanan değişimi de işaret etmektedir.

Finansallaşma iktisat biliminde çok yeni bir paradigma olduğundan, boyutları ve etkilerini ortaya koyabilecek henüz ortak bir literatür dizini oluşmamıştır. Dünyada tartışma konusu olarak devam ederken, diğer taraftan ortaya konulan çalışmalarla bilimsel olarak araştırılmaya devam edilmektedir. Bu bağlamda finansallaşma ile finansal piyasaların arasındaki ilişki irdelenirken, diğer yandan para ve sermaye piyasalarının gelişimine odaklanılmaktadır.

Stochhammer (2002) yaptığı çalışmasında Almanya, Fransa, İngiltere ve ABD ülke verilerinden yola çıkarak birikimin yavaşlamasını analiz etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda finansallaşmanın birikimde durgunlaşmaya/yavaşlamaya neden olduğunu savunmaktadır. Stockhammer'ın bulgularına göre, hipotezinde ABD ve Fransa'da birikimde güçlü bir şekilde yavaşlamaya, İngiltere'de iki ülkeye nazaran biraz daha destekleyici, Almanya'da ise hipotez sonucuna göre finansallaşmanın birikimi durgunlaştığı/yavaşlattığına rastlanmamıştır.

Demir (2005)'in yaptığı reel sektör firmalarının yatırımlarında finansal varlık etkilerini test etmiştir. Elde ettiği bulgular; artan risk ve belirsizlik koşullarının kredi darboğazı ve karlardaki azalma ile birleştiğinde reel sektör firmalarının yatırım kararlarını finansal varlıklar lehine kullanmalarını gerektirdiğini teyit etmektedir. Finansallaşma döneminde önemi giderek artan finansal piyasalarının getirilerinin hangi yönde olduğu önem kazanırken, finansal piyasalarda işlem kısıtının kaldırılması, spekülatif hareketler ve ayrıca finansal varlıkların getirilerinin yüksek olması bu eğilimi güçlendirmiştir. Sermaye akımları ile özel sektör yatırımları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalardaki bulguların aksine, yurtiçi fonların artışının sabit sermaye yatırımları için gerekli ancak yeterli olmadığı ortaya konulmuştur. Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımların önünün açılmasıyla kaynak temin etmek kolaylaşmaktadır.

Finansallaşmanın getirdiği finansal piyasalarda yaşanan entegrasyon sonucu, istenilen ülkede istenilen işlem yapma serbestisi finansal varlıkların önemini bir kez daha artırmaktadır. Finansal varlık yatırımları sonucu getiri elde edenler, sabit sermaye yatırımlarının maliyetine bağlı olarak finansal varlıklardan elde edilen kârlar tekrar finansal yatırımlarda kullanılabilir. Bu nedenle ulusal darboğazlara bağlı olarak finansal serbestleşme politikaları reel sektörü uzun vadeli yatırımlar yerine kısa vadeli spekülâtif yatırımlara yönlendiren bir araç olabilmektedir. Görülmektedir ki; finansal serbestleşme ile kısa yoldan gelir etme arzusu finansallaşma eğilimini artırmaktadır. Finansal piyasalara reel sektörün yönelmesiyle finansal karların spekülâtif eğilim içine girerek, reel yatırımlar azaltıcı ve finansal işlemlere yoğunluk kazandıracak etki yaratmaktadır.

Orhangazi (2008) çalışmasında ekonomide finansal sektör ve temsilcilerinin giderek artan önemini ve bunun sonucunda finansal karlılığın arttığını ifade etmektedir. ABD’de finansal kaynakların, finansal olmayan kaynaklara nazaran arttığı, finansal olmayan sektörlerin finansal sektördeki davranışlarının önemini vurgulamaktadır. Finansallaşmayı, finansal piyasalar ve finansal olmayan kurumsal şirketlerin aralarındaki ilişkinin değişimi olarak adlandırmaktadır (Orhangazi 2008: 6). Orhangazi finansallaşma etkisini sermaye birikim oranının finansal olmayan sektörler üzerinde analiz ederek, gerçek yatırımlar üzerinde finansal gelirlerin negatif etkisinin arttığını, bunu endüstriyel ürün üreten ve endüstriyel ürün üretmeyen güçlü farklı firma örnekleriyle sonucuna ulaşmıştır. Artan finansal itfa oranlarının negatif etkisi tüm sektörlerle oranla küçük firmalarda daha da hissedilmiştir. Bunların ötesinde teorik ve ekonomik bulgulara göre finansallaşmanın gerçek sermaye birikimi üzerinde negatif etkisi olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Stockhammer (2005, 2006), hissedarların karların artmasını isteyeceği ve bunun da üretim sürecine dahil edilmesiyle mümkün olacağını belirtmektedir. Hissedarların şirketlerindeki ağırlıklarının artması ile firmaların yüksek kar ve düşük yatırımları tercih etme fonksiyonunu üstlenmiştir. Çalışma üç ana hat üzerine yoğunlaşmıştır. Sabit yatırım projelerinden elde edilen getirilerin, finansal piyasalardan elde edilen getirilerin altında kalma etkisi; özel sektördeki risk ve belirsizliklerden dolayı alternatif olarak finansal piyasalara yönelmesi, uzun dönemli kredi bulma zorluğu ve sürekli sermaye piyasalarının kusurları. Yapılan çalışma göstermiştir ki, reel

sektör firmaları gelişmekte olan ülkelerde fiziksel yatırım kararlarını verirken finansal sektörde yatırım fırsat alternatiflerinden yararlanmaktadırlar. Belirsizliğin ve riskin hâkim olduğu ortamda uzun dönemli belirsiz yatırımlar yerine getirisi belli kısa süreli finansal yatırımlar tercih edilmektedir. Böylece reel sektör ve finansal yatırımları arasındaki artan return gap oranı, risk ve belirsizlik kredi darboğazıyla birleşince karlılık azalmış, reel sektör firmaların sabit yatırımları tercih etmelerine engel olmuştur.

Demir (2007)'in yaptığı çalışmada, finansal serbestleşme reel sektördeki uzun dönemli yatırımları teşvik edip canlandırarak reform programlarının olumsuz etkilerini giderir mi yoksa yeni yeni çarpıklıklar yaratarak büyümeyi daha mı güçleştirir sorusu ele almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin tecrübelerine ilişkin mikro düzeyde analiz bulunmadığı göz önünde tutularak, finansal serbestleşmenin ilk başlatıldığı ve tecrübeleri gelişmekte olan ülke piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik tezler için kuramsal ve ideolojik temel teşkil eden üç gelişen ülke piyasa- Arjantin, Meksika ve Türkiye- üzerinde odaklanılmıştır. Çalışmanın amacı artan makroekonomik belirsizliğin ve oynaklığın, kredi imkanlarının olmayışının ve mal piyasasında artan rekabetin, finansal sektörlerdeki daha yüksek getiri imaknları ile bir arada reel yatırım projelerinin aleyhine rantiye tipi finansal yatırımları teşvik ediyor olabileceğidir. Bağımlı değişken olarak finansal varlıkların sabit varlıklara oranı; bağımsız değişkenler ise ülke riski ile makro istikrarsızlık, değişik varlıklar ilişkin karlılık ölçütleri, toplam talep değişkenleri, bankacılık sektörünün kullandırdığı kredilerin GSYİH'ya oranı, uluslararası sermaye akımları ve yatırım mallarının nispi fiyatlarını temsil etmektedir. Veri seti Arjantin, Meksika ve Türkiye'deki halka açık sanayi firmalarının mali tablolarından yararlanılarak oluşturulmuştur. Panel data analizi kullanılarak test edilen hipotezlerin sonucuna göre finansallaşma olgusu ve finansal olmayan firmaların yatırım planlaması faaliyetlerinin azalması, temelde finansal piyasalardaki kısa vadeli yüksek getirilere olduğu kadar artan riske ve belirsizliğe bağlı olarak da ortaya çıkmıştır. Ticarete ve sermaye hareketlerinde sağlanan serbestleşme nedeniyle ürün piyasasında görülen rekabet artışı da bu süreci desteklemiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında bu bakımdan birtakım benzerlikler de mevcuttur: Her iki grup ülkede de finansallaşma, artan faiz maliyetlerinin kârlılık oranlarında yarattığı düşüşe finansal olmayan firmalarca verilen bir tepki gibi görünmektedir. Bu bulgular ışığında, finansal sistemin ulusal (ve yabancı) tasarrufları finansal yatırımlar yerine üretken yatırımlara yönlendirecek tarzda yeniden düzenlenmesine şiddetle ihtiyaç

bulunduğu gör÷lmektedir. Bunu gerçekleştirmeye y÷nelik olarak řu politika önerilerinde bulunulabilir: (a) finansal piyasalarda ve uluslararası sermaye hareketlerinde keskin dalgalanmalar önlenerek makro ve mikroekonomik istikrar sağlanmalıdır, (b) reel faiz oranları dűř÷r÷lmelidir, (c) reel sektör firmalarının uzun vadeli yatırım finansmanına erişimini sağlayacak kredi kanalları açılmalıdır, (d) reel yatırım projelerinin özel fonlara erişim imkânlarından dışlanmasını veya faizlerdeki artışı önlemek için kamu kesimi borçlanma gereği azaltılmalıdır<sup>2</sup>.

Onaran, Stockhammer ve Grafl (2010), finansal piyasa dereg÷lasyonu ve yeni finansal enstr÷manların çoğalmasının hane halkı borçları, bankacılık modeli gelişimi ve değişimine, kurumsal yatırımcıların birleşip finansal piyasalarda aktif rol almasıyla varlık piyasalarındaki hızlı artış, kurumsal y÷netişimde değişim ve finansal gelirlerde olağanüst÷ b÷y÷me, finansal piyasalarda yatırımların artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla model ABD’de finansallaşma etkisinin makro ekonomideki çeşitli boyutlarına odaklanmaktadır. Kar oranlarındaki dűř÷ř konut edindirme yoluyla artan t÷keticilerin davranışları karların artmasına neden olması gerekirken, neden artmadığı sorusu üzerinde durulmaktadır. Çalışmadaki amaç yukarıda söz÷ edilen bilmecelelere ve t÷ketimdeki artış, yatırımlardaki durgunluk ABD’de gelirin sermaye lehine yeniden d÷zenlenmesi finansallaşma etkileri olarak ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak finansallaşma etkileri ABD’deki toplam talepteki değişimler ile ele alınmaktadır. Finansallařma, gelir dağılımının ücretlilerin giderlerine dolayısıyla konut balonunun t÷ketimi devam ettirmesine zemin hazırlamış, şaşırtıcı olmamakla birlikte 2007-09 krizini tetiklemiştir.

Stockhammer (2009) yaptığı çalışmasında, IMF ve EC’nin yayınlamış olduğu bir çalışmanın uzantısı olduğunu belirtmektedir. Stockhammer’e göre gelir dağılımı son 30 yılda kayda değer bir şekilde değişti. cret b÷l÷ř÷m÷ t÷m OECD ÷lkelerinde dűřt÷. Avrupa’da 1981’den bu yana ücretlerde %10 dűř÷ř gözlenmiştir. IMF ve EC’nin fikrine ortak olarak teknolojik değişimlerin ücret oranını dűř÷rd÷đ÷ ayrıca k÷reselleşme olgusunun da buna katkıda bulunduğunu savunmaktadır. Özellikle finansın gelir

---

<sup>2</sup> T÷rkiye için finansallaşma modelimizin esin kaynağını Orhangazi (2008)’nin ABD için yaptığı çalışmadan aldık. Demir’in ayrıca farklı bir paradigma işığında yapmış olduğu çalışmasını sadece açıklamakla yetindik. Bu tezin nihai amacı literat÷re yapacağı katkı olduğundan, T÷rkiye için daha önce yapılmamış olan bir çalışma yapmayı tercih ettik.

dağılımı üzerinde durmaktadır. Öte yandan finansal globalizasyon ve *Ghent sistemine*<sup>3</sup> tabi olan ülkelerde sendika yoğunluğunun farklı etkileri ölçülmüş ve buna göre globalizasyonun negatif, *union density*'nin (birlik yoğunluğu) pozitif etkileri olduğu gözlenmiştir. Diğer taraftan ücret tarafında ise, reel faiz oranları ve finansal globalizasyonun ücret oranlarında negatif etkileri gözlenmiştir.

O halde finansallaşma, reel sektörün bankalar tarafından sağlanan finans kapitale olan bağımlılığını azaltıp sermaye piyasalarından direkt olarak kapital yaratılmasıyla yeni bir sürecin başlangıcı olarak ifade edilebilir. Diğer yandan bankaların yarattığı finans kapital ise Harvey (2005)'in deyimiyle yardımcı aktör rolünün değişmesiyle birlikte, varlığını devam ettirebilmek için bireysel gelirlere yönelmesi ise finansallaşmanın diğer bir süreci olarak görülebilir.

Bu tezde de finansallaşma reel sektör - finans sektörü arasındaki bağlantının değişen niteliği kapsamında ele alınmıştır. Buna göre Türkiye'deki finansallaşmanın itici gücünün nereden geldiğinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Bankaların reel sektör finansmanında oynadıkları rolün değişmesine bağlı olarak faaliyetlerinin kaynağı olarak tasarruf sahipleri ile olan ilişkilerinin de ele alınması gerekli görülmüştür. Orhangazi (2008)'nin yapmış olduğu yukarıda daha önce ifade ettiğimiz finansallaşma kavramı Fİ ile FOİ'ler arasındaki ilişkiyi kantitatif olarak tahmin etmeye çalışmıştır. Bizde bu tezde bu doğrultuda ilerlemeyi uygun görerek, Türkiye'deki finansallaşma göstergeleri desteklenebilir olduğundan sonraki bölümlerde bu doğrultudaki açıklamalara yer verilecektir.

Ayrıca tezin bulguları arasında Türkiye'deki finansallaşmanın fonlamasının ağırlıklı olarak dış kaynaklardan yapıldığı vardır. Tez bu sonuca teorik dayanağını Orhangazi (2008)'den alan ekonometrik sına sonucunu ulaşmaktadır. Bu sonuçlar ve ampirik çalışmayı sunmadan önce finansallaşmaya hükmeden kurallar konusunda temel bilgileri sunmamız gerekmektedir. Bundan sonraki bölüm finansallaşma sürecinin nasıl bir yol izlediğini açıklayacaktır.

---

<sup>3</sup> Gönüllü işsizlik sigortası sistemi olan ve günümüzde yalnızca Belçika, Danimarka, İsveç ve Finlandiya'da uygulanan Ghent sistemi, sendikaların tasarrufu altında bulunan, ancak genellikle devletçe desteklenen sigorta fonlarına dayanmaktadır. İşçilerin işsizlik sigortası ile ilgili harcamaları karşılamakta; harcamaların geri kalan bölümü, devletin doğrudan desteği ile finanse edilmektedir. İşsizlik sigortası fonları, devlet tarafından düzenlenmekle birlikte; genellikle sendikalar tarafından kurulmakta, yönetilmekte ve kontrol edilmektedir (Lind, 2006).

### 1.3. Finansallaşma Süreci

Dünya ekonomisinde Bretton Woods sisteminin 1973 yılında çökmesiyle sonlanan kriz, sadece bir ekonomik kriz olmaktan çok kapitalizmin geleneksel kurallarını sorgulayıcı bir takım sonuçları yaratan iktisadi bir altüst oluş olarak değerlendirilmektedir. Bu dönemde ekonomilerde faaliyet gösteren iktisadi ünitelerin karlılıklarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Bu dönem aynı zamanda finansal piyasalarda İkinci Dünya Savaşı sonrasında sıkı düzenlemelerinin de bir anlamda gevşetilmelerinin tartışıldığı bir dönem olmuştur. Keynes Dönemi olarak adlandırılan Kalkınma'nın Altın Çağ'ında büyüme trendi içine giren ülkeler, 1970'lerden sonra hızla iktisadi çöküş yaşamaya başlamışlardır.

Bretton Woods döneminden sonraki hakim trend, finansal piyasalardaki işlem ve finansal kurumlara ilişkin organizasyonel kuralların gevşetilmesi ve finansal olmayan kuruluşlarında piyasalara doğrudan girişine imkan verilmesi olmuştur. Bu durumda finansal olmayan kuruluşlar daha önceki dönemlerde doğrudan işlem yapma imkanı bulamadıkları piyasalarda birer finansal oyuncu olarak yer almışlardır.

Nitekim finansal olmayan kuruluşların işletme sermayesi ihtiyacının finansmanında yeni imkanlar yaratırken, aynı zamanda bu kuruluşların bilanço aktiflerindeki değerleri temsil eden menkul kıymetleri ve/veya kıymetli evrakları finansal piyasalara doğrudan sunarak fon sağlama imkanları ortaya çıkmıştır. Diğer yandan finansal olmayan kuruluşların faaliyetleri dolayısı ile yarattıkları nakit varlıkları, finansal piyasalarda en iyi faiz koşulları altında değerlendirme imkânı bulmaları olanaklı hale gelmiş ve finansal tablolarındaki mali karlar veya faaliyet dışı gelir kalemleri giderek önem kazanmıştır. Böylece faaliyet dışı gelir ve karların esas faaliyet konusundan elde edilen gelir ve karlara oranı bir ekonomik finansallaşma boyutunun ölçüleri için önemli parametrelerden biri haline gelmiştir.

Finansal piyasalar içinde yer alan yeni oyuncular, hem piyasalara hakim kuralları tanıyan hem de piyasaların kendisini tanıyan oyunculara ihtiyaçlar doğmuştur. Akabinde finansal olmayan şirketlerin hem organizasyonel yapılarında değişiklik hem de bu yeni yapının gerektirdiği personel ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu anlamda finansallaşma, bir yan ürün olarak kendi realitesine uygun yeni bir "şirketleşme" yapısını doğurmuştur. İkinci Dünya Savaşı sonrasında finansal oluşum süreci için

1970'li yıllar ilk kırılımlın yaşandığı dönem olarak alındığında ikinci dalga 1980'li yıllarda gelmiştir. Bu dönem, yoğun olarak şirket birleşme ve ele geçirmelerinin (*mergers and acquisitions*) yaşandığı bir süreçtir. Finansal aktif oyuncu olan şirketler artan karlılıkları ile yeni şirketleri alma ve rehabilitasyona tabi tutarak tekrar pazarlama politikası izlemişlerdir.

Son dalga ise, 1990'lı yıllardan günümüze doğru gelen hareket olmuştur. Bu dalga da finansal piyasalara türev enstrümanların aktif olarak ve merkezi bir ortamda ve kurallar çerçevesinde şeffaflık altında alım satımlarının yapıldığı vadeli piyasalar eklenmiştir. Vadeli piyasaların oluşumu ve gelişimi ile birlikte finansal olmayan şirketler için risk yönetimi enstrümanları ortaya çıkmıştır. Reel sektör açısından risk yönetimi enstrümanlarının ortaya çıkışı üretim ve karlılığın gelecek dönemler itibari ile de yönetilmesi ve oluşabilecek potansiyel risklerden korunması imkanı ortaya çıkmıştır. Demek ki finansallaşma, finansal ve iktisadi serbestleşmeyle eş-anlı olarak, ya da onları takip eder biçimde dalgalar halinde gelişmiştir.

Finans eski günlerinde, reel üretim sektörünün mütevazı bir yardımcısıydı. İş döngüsünün son aşamasında spekülasyon fazlalar yaratırdı. Kural olarak da bu son aşamalar kısadır ve ekonominin işleyişi üzerinde ve yapısında kalıcı etkilere sahip olmaz. Tam tersine, son yıllarda finansal sektör bağımsızlaşmaya başladı ve aşırı canlanma (*overheating*) döneminde değil, yüksek durgunluk döneminde oldu. Bu yüksek durgunluk aşaması, askeri harcamalara yönelmiş kamu ekonomisinin neden olduğu bir özel sektör yatırımlarındaki gerçek durgunluk aşamasıdır. Yani bu aşamada özel sektör hala karlıdır, ama genişlemek için artık bir güdüye sahip değildir. Ancak şirket sahiplerinin işleri gayet iyi olduğundan ve bu sermayedarlar her zaman sermayelerini büyütme arzusu içinde olduklarından, paralarını finansal piyasalara akıttılar. Buna finansal sektörün yanıtı, bu büyük miktarları karşılayabilecek çekici finansal araçlar sunmak oldu. Bu süreç 1970'lerde başladı ve 1980'lerde yükselişe geçti. 1980'lerin sonunda, üretim sistemi ve onun mütevazı yardımcısından oluşan eski ekonomik yapı ortadan kalkmaya ve yerini devasa büyüyüp, giderek özerkleşen bir finansal sermayenin üretim sisteminin üzerine oturtması ve onu yönlendirmesi biçiminde yeni bir yapılanmaya bıraktı (Sweezy, 1995: 8-9).

1970'li yıllarda yaşanan birikim krizi, finansal piyasalar için önemli bir dönüşüm ve yeni bir başlangıç yaratmıştır. Kriz, kötü performans gösteren ve

karlılıklarında düşüş yaşayan FOİ'ler için, finansal liberalizasyon ve deregülasyon ile bu darboğazdan çıkılmaya çalışılan bir sonucun gündeme gelmesinde aktif rol oynamıştır. Birikimde yaşanan bu tür problemler FOİ'lerin finansal aktivitelerinde uzmanlaşmasının önünü açmıştır. Finansal piyasa deregülasyonu ile FOİ'lerin finansallaşması sağlanırken, bankacılık dışı finansal kurumlarının sayısının artmasına da neden olmuştur. Finansal piyasalarda aktif rol alan FOİ'lerin dolayısıyla finansal varlıklarında artışlar gözlenmiştir.

Finansal piyasaların serbestleştirilmesinin asıl amacı reel sektörü destekleyen ucuz fon maliyeti temin etmek olsa da, bu asli görevinden ayrılan finansal kuruluşlar FOİ'lere finansal piyasalarda daha serbest bir şekilde yatırım yapma olanağı tanımıştır. Finansın hayatın bu kadar içine girmesi finansal sektörün güçlenmesini sağlayarak kısa dönemli karlılığın önemini arttırmıştır. Kısa dönemli karlılıklarda yaşanan değişim reel sermaye birikimi üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda aktif rol alması, işletme yönetimindeki değişimleri beraberinde getirerek hissedar kavramının önemini arttırmıştır.

Finansallaşma ortamının getirdiği yeni finansal düzen, şirket ortaklığından (*company share holder*) şirket paydaşlığına (*company stake holder*) geçiş yaşanmasını doğurmuştur.

Sermaye şirketlerinde, sermayedar (*share-holder*) kavramı, kapitalizmin gelişimi ile birlikte, burjuva sınıfı ile koşut olarak anılan müteşebbisleri temsil etmek üzere kullanılmıştır. Şirketler kesiminin gelişmesi ve bu konuda hukuksal altyapının da oluşmasıyla şirketleşmede ihtisaslaşma dönemi ortaya çıkmıştır. Sermayedar kavramı kapitalizmin ilk dönemlerinde, doğrudan müteşebbisle (*entrepreneur*) özdeşleşirken, IX.'uncu ve XX.'ci yüzyılların kapitalizminde, farklılaşma göstermiştir. Bu farklılık, sermayedarın aynı zamanda şirkete teknik bilgisini veya nakit dışı sermayeyi ya da şerefiye (*goodwill*) gibi, sabit olmayan aktif kıymetleri (*non-tangible assets*) işletmeye getiren kişi ve gruplar olmasında belirginleşmiştir.

Sermayedarların geleneksel rolü; sermaye şirketinin esas faaliyet konusundaki çalışmalarına katkıda bulunarak, bu katkının karşılığında da kar beklentisi içinde olmaktır. Dolayısıyla ilk sermayedarın beklenti motifini belirleyen unsur şirket karlılığıdır. Kapitalizmin en önemli unsurlarından olan sermaye şirketleri tarihi süreç



içinde sürekli gelişme göstermişlerdir. Bu süreçte, finans kurumları öncelikle bankalar birer özel sermaye şirketi formatında örgütlenmişlerdir. Bankacılık şirketleri tüm diğer sermaye şirketlerinden farklı olarak özel hukuki mevzuata tabi olmuşlar ve çoğu zamanda önemli yaptırımlarla karşı karşıya kalmışlardır. Bankacılık sektöründeki sermayedar kesimi de, herhangi bir sermaye şirketinin sermayedarından farklı olarak daha sıkı kurallara tabi olmuşlar ve kısıtlayan hükümler altında sermayedarlık durumları tesis edilmiştir.

Sermaye şirketlerinin geleneksel sermayedarlık kavramından paydaşlık (*stake holder*) kavramına geçiş, XX.'nci yüzyılın son çeyreğinde önce ekonomik çevrelerde tartışma sürecini yaşamış, daha sonra iktisadi hayatın içinde yer almıştır. Paydaşlıkta bir sermaye şirketinin sadece toplam sermayesinde belirli bir orana sahip olmak değil, o sermaye şirketinin faaliyetleri ile ilgili birçok alanda ilgili olan bir durum ifade etmektedir.

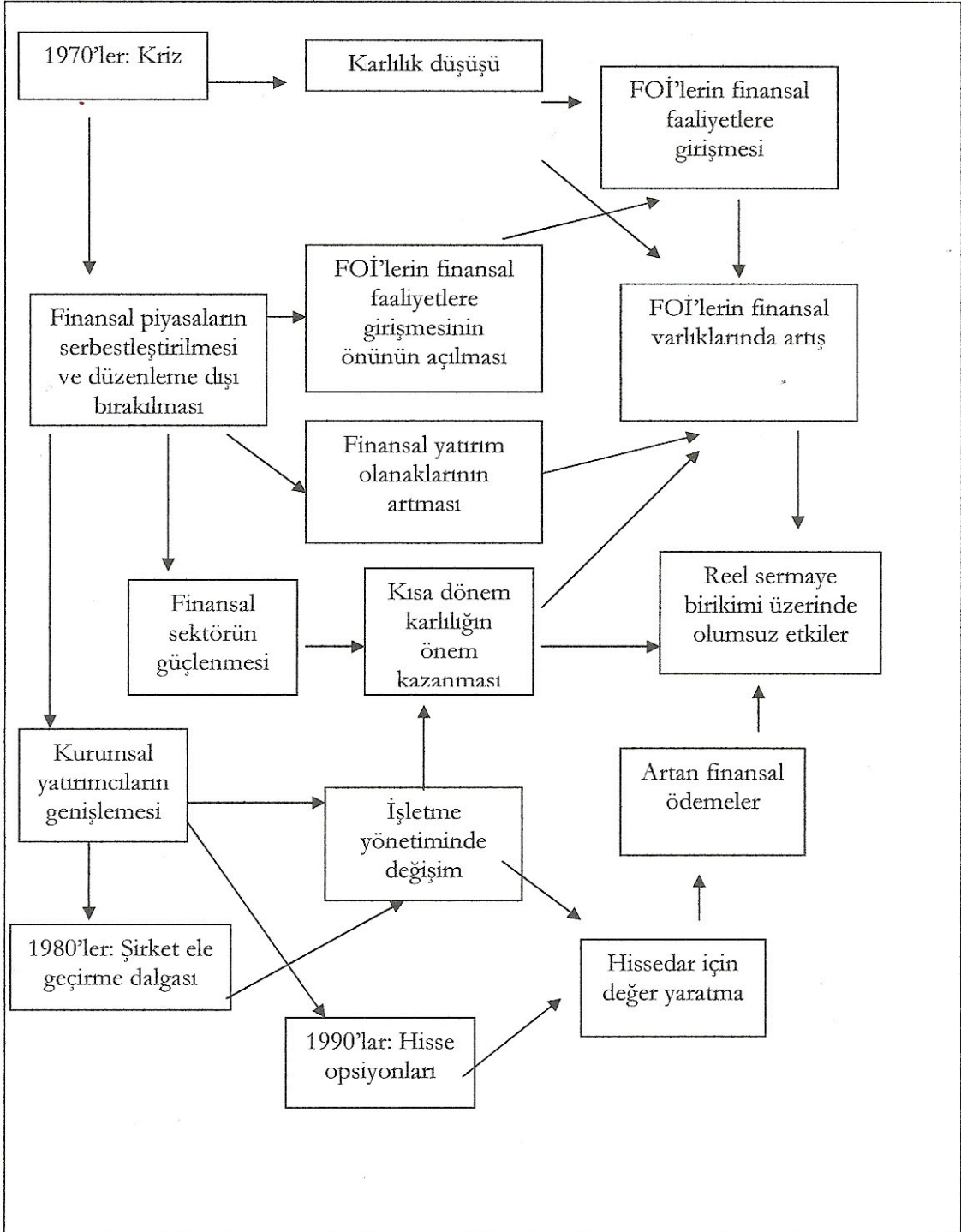
Geleneksel şirketleşme mantığında faaliyet dönemi sonunda şirket, bilanço karlılığından sermayedarlarına karşı sorumludur ve genel kurulunda bu sorumluluğu yerine getirir. Ancak paydaşlıkla ifade bulan yeni yapıda sorumluluk kavramı sadece bilanço ve karlılıkta sınırlı değildir. Paydaşlar, sermaye şirketinin faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olan herhangi bir kişi, kurum hatta kamu otoritesi de olabilir. Bu durumda hesap verilebilirliğin ve şeffaflığın (*accountability and transparency*) sermaye şirketleri literatüründe tartışıldığı bir süreç yaşanmış ve bu kavramlarda paydaşlık ortamını tetikleyen birer somut unsur olarak uygulamadaki yerlerini almışlardır.

Kapitalizmin motor gücü olan şirketler kesiminde yaşanan bu gelişmeler elbette ekonomilerin diğer alanlarındaki gelişmelerden bağımsız bir şekilde olmamıştır. Ekonominin içinde yer alan piyasa, kurum ve organizasyonlar arasında “*birleşik kaplar kanunu*” geçerli olmuştur. Dolayısıyla bir piyasadaki ve yapıdaki bir değişiklik, diğer piyasa veya yapıyı doğrudan etkilemiştir.

Şirketler dünyasında sermayedarlıktan paydaşlık kavramına geçiş, sadece şirketler kesiminde yaşanan yalıtılmış bir süreç olmamıştır. Bu değişimi destekleyen en önemli unsurlardan birisi olan finans kapitalin, piyasa ekonomilerinde etkin olması ve finansal olmayan reel sektör sermaye şirketlerinin de mali piyasalarda finans kapital ile

doğrudan buluşma imkanının ortaya çıkması yeni finansallaşmanın doğuşunu temsil eder. Bu süreç şirketlere daha çok kesimin taraf olmasını ve şirketlerin her türlü raporlama aktivitelerinin sadece genel kurul katılımcılarına değil, yerel ölçekten uluslararası ölçeğe kadar çok geniş bir perspektif içinde gerçekleştirilmesini hem gerekli hem de olanaklı hale getirmiştir. Paydaşlık kavramı finans kapitalin egemenliği ve finansallaşma olgusunun yer ettiği bir süreç olmasına karşın, uygulamanın oturması ile birlikte, kendi alt yapılarını (bağımsız denetim şirketleri, rating şirketleri vb.) gelişmiş ülkelere geliştirmekte olan ülkelere ihraç ederek benzer yapıların bu ülkelerde de oluşmasını sağlamıştır. Finansallaşmanın Anglo-sakson batı ülkelerinden başlayıp geliştirmekte olan ülkelere doğru yayılmasının en önemli etkilerinden bir tanesi alt yapı kurumlarının bu ülkelere yerleşmesini ve uluslararası arenada finansal kimliğin tanınması ile mümkün olmuştur.

Aşağıda, Orhangazi'nin (2008)'den alınan Şekil 1, kendi deyimiyle çok geniş bir açıklama olmasa da, birtakım farklı faktörlerin bir araya gelip bugünün finansallaşan ekonomisini işaret etmesi açısından önemlidir. Keynesgil düzenlemelerde günümüzdeki finansallaşmış ekonomik yapıya evrilen bu dönüşümün özellikle FOİ'ler bağlamındaki neden ve sonuçları Şekil 1 üzerinden takip etmek mümkündür.



**Şekil 1: Finansallaşma Süreci**

Bu tezin konusu olan Türkiye'deki finansallaşma süreci ise yukarıda bahsedilen genel küresel süreçle eşanlı olarak 1980'lerde başlamış ve 24 Ocak kararlarının uygulamaya konuşu ile ivme kazanmıştır. O dönemde piyasa giren *bankerler* finansal alışkanlıkların halka yaygınlaşmasında bilinci belirleyici bir rol oynamışlardır. Genel olarak dış ticaret ile finansal serbestleşmenin bir arada sunulduğu

dönem de-regülasyon veya liberalizasyon dönemi olarak anılmaktadır. Bu dönem Türkiye’de ithalata dayalı büyüme modelinin terkedilerek ihracata dayalı büyüme modelinin kabul edildiği dönemdir. 1987 yılında Türk parasını koruma kanunda yapılan değişiklikle sermaye hesabı serbestleştirilmiş ve Türkiye’deki finansallaşmanın serpilme ve yaygınlaşmasının temeli atılmıştır. Bundan sonraki bölümde Türkiye’deki finansallaşma süreci yukarıda özetlenen literatürün ön plana çıkardığı kavramsal çerçeve ışığında incelenecektir.

## **BÖLÜM II**

### **FİNANSALLAŞMANIN TARİHSEL GERİ PLANI**

#### **2.1. Kapitalizmin Evrimi ve Sermaye Birikimi**

Kapitalizm sistem olarak dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle sürekli evrim aşamaları geçirmektedir. Her finansal krizlerin yaşanmasından sonra yeni stratejiler geliştirilerek yeni yöntemlerle yaşamaya devam etmiştir. Finansallaşma olgusu da, böyle bir strateji bulunmaya çalışıldığı bir dönemin eseridir. Bu bölümde kapitalizmin kronolojik olarak gelişimi, kapitalizmin tarihinde yaşadığı en büyük kriz olan Büyük Bunalım ve sonrasında ekonomik alanda yaşanan saadet silsilesi ve finansallaşma döneminin ortaya çıkmasındaki en önemli nedenler anlatılacaktır. Finansallaşmayı bu açıdan değerlendirerek, yaşanan son küresel krizde gelinen noktadan bahsederek yorumlamaya çalışacağız.

##### **2.1.1. Finansallaşmanın Boyutları**

1980'lerden itibaren dünya iktisadi yapısındaki gelişmelerin en önemli boyutunun finansal sektörde ortaya çıktığı konusunda yaygın bir görüş birliği bulunmaktadır. Dünya genelinde hisse senedi, borç tahvili ve banka hesapları gibi finansal varlıkların toplamı 1980'de 12 trilyon dolar iken, 1995'de 64 trilyon dolara çıkmış, 2000'de 93 trilyon dolardan 2005'de 140 trilyon dolara ulaşmış (Bryan ve Rafferty, 2006: 38), 2007 yılında ise 196 trilyon dolara ulaşmıştır (McKinsey & Company, 2008: 9).

Global finansal varlık rezervlerinin 1980'de Dünya Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı yüzde 109 iken, 2005'de bu oran yüzde 338'e ulaşmıştır. ABD ekonomisi için finansal varlık rezervlerinin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı 1995'te yüzde 303 iken 2005'te bu oran yüzde 405'e ulaşmıştır (Orhangazi, 2008: 11). Finansal varlıkların artışında başı ABD çekerken, AB ekonomisi ve Japonya onu takip etmektedir.

Finansal türevler olarak adlandırılan daha karmaşık finansal varlıkların boyutu ise 1990'larda dünya gelirinin yüzde 27'sinden 2006'da yüzde 800'üne varmıştır. Aynı dönemde küresel sermaye hareketleri de 6 trilyon doları aşmıştır. Dünyada finansal

sermaye bir taraftan büyürken diğer taraftan da sermaye hareketliliğini arttırmıştır (Bryan and Rafferty, 2006: 38). Görüldüğü gibi finansal varlıklarda mutlak bir artış bulunmaktadır. Öte yandan finans sektöründeki gelişmeler sadece finansal varlıkların miktarları ile ilgili değildir. Aynı zamanda finansal enstrümanlar ve bunların kullanım alanlarında da büyük bir yayılma gözlenmektedir.

Örneğin, finansal türevler<sup>4</sup> nicelik olarak 1980’li yıllardan itibaren ciddi artışlar göstermeye başlasa da bu tür finansal varlıkların kullanımı çok daha eski tarihlere gitmektedir. Örneğin Çin’de pirinç “forward”larının satılması M.Ö. 2000 yılına kadar dayanmaktadır. Eski Mısır medeniyetinde, Antik Yunan’da da finansal türev araçlarına benzer türev enstrümanlarının kullanıldığı yaygın olarak bilinmektedir. Şimdi olduğu gibi o dönemde de türev enstrümanlarının amacı fiyatları kontrol altına almak, üretim sürecini ucuzlatmak ve yatırımcıların gelecekle ilgili verilecek kararlarını kolaylaştırmaktı. ABD’de alım ve satım opsiyonları ise borsalarda 1790’da ticaretine başlamış, var olan kuruluşlar daha sonra New York Borsası (New York Stock Exchange - NYSE) olarak ortaya çıkmıştır (Bernstein, 1996: 307, Aktaran Bryan and Rafferty, 2006: 39).

1980 öncesine göre global piyasa hacmi %50 oranında artarak, günlük ortalama \$1,9 trilyon doları bulmuştur. Bu rakamın 2/3’si türev piyasalarda gerçekleşmiştir. Bunun da yarısını veya \$1,9 trilyonun %75’ini döviz swapları oluşturmaktadır. Buna göre günlük \$1,9 trilyon işlem hacmi, uluslararası yıllık ticaret hacmi \$6 trilyondan daha az olduğuna göre, ortalama 3 günlük döviz ticaretine denk gelmektedir (BIS, 2005: 5: 52, Aktaran Bryan and Rafferty, 2006: 39).

En büyük gelişme ise Tezgahestü Piyasalarda (Over the Counter – OTC) yaşanmıştır. BIS (2005) verilerine göre, OTC türevleri 2005 yılında \$2.4 trilyon olarak hesaplanmıştır. OTC nakit ve faiz swapları ise 1985 yılında \$400 milyon iken bu rakam 2000 yılında \$58.5 trilyon olarak gerçekleşmiştir (Swaps Monitor, 2002, Aktaran Bryan and Rafferty, 2006: 41).

---

<sup>4</sup> Türevler; değeri menkul kıymet, gelecek veya diğer enstrümanlar veya endeksle bağlantılı fiyat hareketlerini içeren kontrat ya da değiştirilebilir menkul kıymetlerdir. İlk olarak; türevlerin birleşimi sermaye fakat bu geleneksel para olgusundan farklı olarak, kontratların bir varlığın hükmü altında ya da sahiplerini içeren varlıklar değildirler. Hisse senetleri şirketin sahipliğini gösterir, bonolar verilen kredi kümesini gösterir. Fakat türevlerde sahiplik kavramı yoktur. Bunlar sermayenin farklı şekilleridir. İkinci olarak; türevler paranın karakteristik özelliğinin kombinasyonudur. Likit özelliği taşırlar. Üçüncü olarak; türev ürünlerin fiyatlandırılmaları bazen gerçek ekonomi değerleme fiyatlarından ayrılmakta finansal piyasalarda ve bu da türev ticareti tarafından yanlış yapılmasını sağlamaktadır.

Son zamanlarda türevlerin bu kadar yaygınlaşması, piyasa istikrarsızlığı ve eksikliğine bağlanabilir (örneğin döviz kurları gibi). Her ne kadar türevler 1970'ler öncesinde mevcut ise de, 1970'den sonra piyasalarda yaşanan istikrarsızlıkları türevlerin lehine geliştirmiş ve daha da büyümüşür<sup>5</sup>.

Türev piyasası ve türev enstrümanlar adı verilen işlemlerin temel özelliği döviz, faiz veya menkul değer gibi bir varlığa bağlı bulunmaları ve sözleşmenin değerinin bağlı bulunulan bu varlığın değerinden kaynaklanmasıdır. Döviz üzerindeki türev piyasaları vadeli piyasalar, gelecek piyasaları, opsiyonlar ve swaplardan oluşur (Seyidoğlu, 2003: 197). Türevlerin oluşumu global finans merkezleri, spekülasyon ve üretici olmayan finansın artmasına neden olmuştur. Paranın bu yeni yüzü, birikimin yeni bir yol yaratması olarak görülmüştür. Bu yüzden finansal türev ürünleri finansallaşmanın önemli bir unsuru olarak ele alınmaktadır. Ayrıca türevlerin kaldıraç etkisinin olması "türevlerin yıkıcı bir finansal silah" kimliğine bürünmesine de neden olmaktadır (Bryan and Rafferty, 2006: 43).

Krippner'e göre ekonomide finansın gitgide büyüyen ağırlığı, bankaların, aracı kurumların, finans şirketlerinin ilerlemesini yansıtmakta iken, bu aynı ölçüde finansal olmayan şirketlerin de davranışlarını yansıtmaktadır (Krippner, 2005: 182). Orhangazi'ye göre finansallaşma döneminde, FOİ (Finansal Olmayan İşletmeler)'ler ile finansal piyasalar arasındaki ilişki iki temel biçimde değişmiştir. Bu değişimlerden ilki, FOİ'ler tarafından finansal piyasalara yapılan temettü ödemeleri, ikincisi ise hisse geri alımları ve faiz ödemelerinde görülmektedir (Orhangazi, 2008).

Diğer yandan, ABD'de işletmeler, 1980 sonrasında borsayı yeni kaynak yaratma amacıyla değil, kendi hisselerini geri satın alarak hissedarlara kaynak aktarmak amacıyla kullanmaya başlamışlardır. Üretim sermayesinin finansal sermayeyle finansal faaliyetler aracılığıyla bütünleşmesi yeni bir dönemin kapılarını aralamıştır. FOİ'ler ile finansal piyasalar arasındaki ilişkide meydana gelen iki temel değişikliği şöyle ifade edebiliriz: Bir yandan hissedarların dayattığı yüksek karlılık kriterleri, diğer yandan da finansal faaliyetlerin karlılıklarının giderek artması, FOİ'leri ana faaliyetleri dışında finansal faaliyetlere de teşvik etmiştir (Orhangazi, 2008).

---

<sup>5</sup> Son zamanlarda türev piyasalar ve spot piyasalar arasındaki ilişki yoğunlaşmıştır ve bununla ticaretin önemi artmıştır. Türevler, ekonomik işletmelere fiyat dalgalanmalarından korunma şansını vermiştir. Fakat yüksek kaldıraç etkisinin türev ürünlerle sağlanması spekülasyonları artırıp, türevlerin asli görevlerinden uzaklaşıp, ekonomik faaliyetlerin korunmasına zarar vermiştir.

## 2.2. Sermaye Birikimi ve Finansallaşma

Yukarıdaki bölümde boyutları sayısal olarak değerlendirilen finansallaşmayı kapitalizmin yeni bir aşaması olarak gören literatür yaygınlaşmaktadır. Bu bölümdeki amaç, finansallaşmayı kapitalist ekonomik evrimin parçası olarak bir perspektife oturtmaktır. Bu yüzden kapitalizmi evreleri içinde çalışan literatür özellikle seçilmiş ve gözden geçirilmiştir. Burada ilk olarak kapitalizmin başlangıcından günümüze olan evrimine, söz konusu literatürü özetleyerek bakacağız.

Kapitalizmin ortaya çıkışı ve başlangıcı konusunda farklı görüşler ileri sürülmektedir. Yaklaşık olarak 600 yıl öncesinden güçlenerek büyüyen kapitalizmin bir dünya sistemi olarak küresel etkisini ortaya koyuşu XVIII. yüzyılda başlar. Bu dönemden sonra da dünyada kabul görerek, aksamaların yaşanmasına rağmen varlığını günümüze kadar taşımıştır. Sistemin en büyük negatif özelliği ise; kapitalizmin, varoluşundan bu yana sürekli krizlere maruz kalmasıdır. Birçok düşünür kapitalizmi sistemli ve bilimsel çalışmalarla açıklamaya çalışmışlardır. Malthus'la başlayan kapitalist sistemin eleştirisi Marx'ın (*Das Capital*) XIX. yüzyıldaki kapitalizmin iç dinamiklerini açıklayan kuramı, Hilferding (1910), Schumpeter (1912), Sweezy (1976), Kalecki (1969) gibi kuramcılarının yapıtları ile devam etmiştir.

Kapitalizmin artan önemi aslında XVIII. ve XIX. yüzyıl Avrupa'sında yaşanan sanayi devrimi ile paralellik gösterir. Buhar gücünden makineleşmeye giden süreç, endüstrinin gelişmesine ve bu yolla sermaye birikiminin artmasına yol açmıştır. Feodal sistemin içinden doğan kapitalizmin gelişimini kolaylaştıran unsur emeğin verimliliğinde artış sağlayabilmesidir. Emeğin sanayi devrimi ile birlikte zenginlik yaratmanın temeline taşınması kapitalizmin gelişimini kolaylaştırmıştır. Toprakla uğraşan kesimin mülksüzleşmesi, topraklarını sanayi üretimine yönelik kullanıma sunan çiftçilerin işsiz hale gelmeleri ve kentlere göç etmeye zorlanmış olmaları, Marx'ın deyimiyle kapitalizmin gelişmesi için beklediği yedek işçi ordusuna kavuşmasını sağlamıştır.

### 2.2.1. Kapitalizmin Evrimine Marksist Yaklaşım

Kapitalizmin evrimine yol açan iç çelişkilerin en tumturaklı incelenmesi Karl Marx tarafından yapılmıştır. Aslında, Marxist teori kapitalizmin bir eleştirisi olarak



ortaya atılmış, onun içsel çelişkilerinin sistemi çözerek yeni bir aşamaya geçireceğini iddia etmiştir. Özünde Marx, sosyalizmi savunmaktan çok kapitalizme eleştiri getirmiştir. Kapitalizmin sistem olarak kendi içinde kendisini imha edecek nüveleri barındırdığını, bu yüzden var olan en son toplumsal sistem olmadığını ifade etmektedir. Ona göre kapitalizmde üretim araçlarının mülkiyeti sorundur. Marx'ın görüşüne göre kapitalist düzenin temel işleyiş yasalarını şu şekilde özetlenebilir: birinci olarak, kapitalist bir birim "kapitalini mutlaka artırarak büyümek zorundadır". Büyümeyen bir yapı kapitaliste hiçbir şey veremez.

İkinci olarak, Marx'ın sermayeyi iki kategoride düşünmesi ile ilgilidir. İlki üretimde kullanılan maddi ve maddi olmayan sermaye (sabit sermaye), ikincisi ise çalışan işçilerin ve personelin ücretlerinin karşılanacağı sermaye (değişken sermaye). Marx'a göre işletme büyürken sabit sermaye her zaman değişken sermayeden daha fazla büyümektedir. O halde sabit sermayenin değişken sermayeden daha önde büyümesi için kapitalist, değişken sermayeden alınan payları azaltmak durumundadır. Değişken sermayenin sabit sermayeden daha az büyüdüğü durumda, artı-değer (surplus-value) oranı artacak ve bu yolla sermaye birikimi artacaktır. Marx'ın anlayışına göre bu şekilde inşa edilmiş olan artı-değer kavramı kapitalizmin sonunu hazırlayan kendisine içkin en önemli tahrip unsurudur. Finansallaşma kavramının, başka bir açıdan üzerine oturtulabileceği sağlama aracı olarak Marx'ın kurguladığı bu artı-değer kavramı bugünkü finansallaşma literatüründe yaygın olarak kullanılmaktadır.

### **2.2.2. Finansal Regülasyon: Büyük Bunalımdan Altın Çağa Geçiş**

Kapitalizmin hızla geliştiği XIX. yüzyıl sonu ve XX. yüzyıl başlarında ABD'de finansal piyasa ve kurumları düzenleyecek herhangi bir kurum yoktu. Sistemin istikrarını sağlayacak mekanizma olmadığından, finansal sistemin üst grupları kendi çıkarları doğrultusunda finansal yapı oluşturdular (Duménil ve Lévy, 2003: 8). 1870-1914 yılları arasında uluslararası para sisteminde ilk olarak kullanılan altın standardı; ulusal para birimlerinin belirli bir miktar altın karşılığı olarak tanımlanır.

Altın Standardının en büyük özelliği dış ticareti dengelemesi idi. Sistem uzun sürmedi ve I. Dünya Savaşı sistemin çöküşünü getirdi. Bunun en büyük nedeni savaşın maliyetinin yüksek olmasından dolayı, Avrupalıların altın stoklarının silahlanma harcamalarını karşılamaya yetmemesiydi. ABD'de ise durum farklıydı. ABD,

1850'lerde kendi topraklarında altın bulmuş, dev bir yığınak yapmıştı. Avrupa devletleri ise, bir süre para birimlerinin tekabül ettiği altın miktarını azaltarak idare ettiler, idare edemeyecek duruma geldiklerinde altın standardından çıktılar. Böylece Altın Standardı olarak tanımlanan bu dönem savaş harcamaları finansmanına yetmediğinden sistemin sonunu hazırladı ve 1914'te sistem çöktü.

Bu dönemde (I. Dünya savaşı ve öncesi) merkezi olarak piyasaları düzenleyen otorite olmadığından, ağırlıklı olarak New York'ta bulunan büyük bankalar, 1913'te FED kuruluncaya kadar rezerv bankası görevini üstlenmişti<sup>6</sup>. FED'in kurulmasından sonra ise, spekülative bankacılık işlemleri temel probleminin ortadan kalkmasına yetmemiştir. Sonuç olarak FED'in spekülative banka işlemlerinin önünü kesme çalışmasındaki yetersizliği 1929 menkul kıymetler piyasası çöküşünü getirdi. Orhangazi'ye göre (2008) 1920'ler denetimin yetersiz ve çok miktarda spekülative aktivitenin olduğu dönem olarak tanımlanabilir.

1913'ten sonra ise spekülative bankacılık işlemleri FED'in kurulmasına rağmen, yukarıda değinildiği üzere, büyük bir sorun teşkil etmeye devam etmiştir. FED, bu konuda yeterince önlem alamazken, spekülative işlemlere karşı finansal piyasalarda herhangi bir düzenlemenin mevcut bulunmaması, 1929'daki büyük menkul kıymetler borsası çöküşüne neden olmuştur. Gerçekten de New York borsasında Dow-Jones sanayi endeksi, "Kara Perşembe" olarak anılan 24 Ekim 1929 günü 12.9 milyon adet hissenin el değiştirmesi neticesinde %17 düşüş göstermiştir. Dow-Jones Endeksi 3 Eylül 1929'da 381.17 değerinde iken, 8 Temmuz 1932'de 41.22 seviyesi ile dip yapmış, 1929 bunalımında tepe noktası olan 381.17'lik endeks değerini piyasaların tekrar yakalaması ise 20 yılı aşmıştır ve ancak 23 Kasım 1954'te Dow-Jones endeksi 382'lik bir değere ulaşabilmiştir. 2 bin kadar banka iflase sürüklenirken, borsada yolsuzluklar yapıldığına dair söylentiler ortaya çıkmıştır (Orhangazi, 2008).

Sismondi, üretimdeki genişlemenin kaçınılmaz olarak durgunluk ve bunalımlara yol açacağını büyük kitleler için artan sıkıntılar yaratacağını söylemiştir

---

<sup>6</sup> XIX. yüzyıl sonu ABD ekonomisine bakıldığında, oldukça büyük ve güçlü bir finansal sektör ile birlikte ekonomide bir tekelleşme sürecinin yaşandığı görülür. Finansal sektördeki büyük bankalar, J. P. Morgan & Co. liderliğinde örgütlenmiş bulunan "Para Tröstü"nü oluşturmuş ve finansal faaliyetlerin büyük bir çoğunluğunu kontrolleri altına almış bulunmaktaydılar (Chernow, 1990). Para Tröstü, bu dönemde ABD ekonomisinde sadece işletmeleri kontrol etmesi ile değil, aynı zamanda resmi bir merkez bankasının yokluğunda özel bir merkez bankası gibi davranmasıyla da etkin olmuştur (Daha geniş bilgi için bkz. Özgür Orhangazi, Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD ekonomisinin finansallaşmasına tarihsel bir bakış, 2008, ODTÜ Gelişme Dergisi).

(Marx, Cilt I: 1867: 164). Benzeri şekilde, ABD’de başlayan ve 1929 Ekim ayında NYSE çöküşü ile bağdaştırılan bu bunalım tohumları “canlanma dönemi” olarak adlandırılan 1924-1929 arasında atılmıştı. I. Dünya Savaşı’ndan sonra dünyadaki ekonomik etkinlikler, ABD ekonomisine ve para politikasına adeta bağımlı hale gelmişti. “Neşeli 1920’ler” olarak anılan bu dönemde, ABD ekonomisinde, otomobil, elektrikli mallar ve petrol gibi yeni sanayilere yapılan yatırımlar büyük bir canlılık doğurmuştu. Bu yıllarda ABD ekonomisi stabilizasyon evresi geçirirken, aynı zamanda dünyanın net kreditorü olmuştu. Yeni yatırımlarla gelişen endüstrilere talebin fazla olması borsanın spekülâtif olmasına sebep oluyordu. Büyük kar beklentisi hisse senetleri alım satımının yoğunlaşmasına ve bunların fiyatlarının hızla yükselmesine yol açarak, aynı zamanda spekülâtif yatırım ve alım satımları çok çekici bir alan durumuna getirmişti (Orhangazi, 2008). Spekülâtif aktiviteler zararlı aktivitelere dönüşünce, banka iflas dalgaları geldi. 1929 yılının yaz aylarında hisse senedi piyasalarında başlayan düşüş, milyonlarca hisse fiyatlarında düşüşe neden olarak NYSE’de bir günde 20 milyon hissenin satıldığı, 24 Ekim “Kara Perşembe” olarak tarihe geçti.

Aslında Florida’da yaşanan doğal afet yaşanan bunalıma önayak olmuştur. Floridalılar iklim şartlarının diğer bölgelere göre daha iyi olmasından dolayı, taşımacılık problemlerinin de çözülmesiyle, gayrimenkullerin değer kazanacağını düşündüler. Eyaletin tatil cenneti olacağı düşüncesi, halkı gayrimenkul yatırımına teşvik etti. Ancak 1928 yılının 18 Eylül’ünde beklenmeyen bir tropik kasırga 400 insanın ölümüne, binlerce evin hasar görmesine ve tonlarca deniz suyunun sokaklara taşmasına neden oldu. Satın alınmış olan gayrimenkuller satılmak istendi fakat yaşanan bu afetten dolayı değerinin çok altında bile talep gelmedi. İşte bu durum spekülâtif balonun patlamasına neden oldu.

Krizin hisse senedi piyasası çöküşünü getirmesinin hemen ardından, Wall Street’te yolsuzluk iddialarının açığa çıkmasıyla birlikte yaklaşık olarak 10 bin bankanın iflas etmesine neden olmuştur. Bu iflaslar çeşitli eyaletlerde bankaların tatile girmesini beraberinde getirerek, daha sonra devletin 6-13 Mart 1929 tarihleri arasında tüm bankaları önlem olarak kapatmasına kadar gitmiştir.

Kriz, 1930’lu yıllar boyunca ABD yanında tüm dünya ülkelerini olumsuz şekilde etkiledi. ABD ekonomisi hızla küçülürken, işsizlik rekor düzeylere ulaştı. Ayrıca 1939’a gelindiğinde ABD hala 1928-29’daki milli gelir seviyesine ulaşamamış

durumdaydı. İşte bu dönemden sonra kapitalizm tarihinde bir daha benzeri yaşanmayacak olan yeni bir dönem başlıyordu.

### 2.2.3. Keynesgil İktisadın Uygulanışı: Büyümenin Altın Çağı

İktisadi büyümenin yeniden sağlanabilmesi için, özellikle 1940'lı yıllardan itibaren devreye sokulan Keynesgil politikaların önemli bir ayağını da finansal düzenlemeler oluşturdu. Büyük Bunalım'ın önünü açan finansal krizde, finansal sektörün büyük rolü olduğu inancından dolayı bu sektöre karşı güvenin kaybolması, bu düzenlemelerin politik olarak destek bulmasına katkıda bulundu (Orhangazi, 2008). Bu düzenleme ile reel ekonominin spekülatif finansal piyasa düşüşlerinden korunması amaçlanmaktaydı. Bu yeni düzenlemeye göre: finansal piyasa istikrarı sağlanacak ve *Keynesgil politikaların*<sup>7</sup> ekonomik büyüme ve sermaye birikimi hedeflerine destek vermesi amaçlanacaktı.

Keynesgil politikaların bir bölümü, finansal düzenlemeler, finansal piyasaların üretim ve yatırım sürecini desteklemesi ve finansal kurumların üretken işletmelere uygun koşullarda kredi sunması üzerine kuruldu. Finansal sektöre getirilen kısıtlamaların başında, bankacılık sektörünün yeni problemler yaşanmaması için tasarruf hesaplarını korumakla yükümlü bir sigorta kurumunun oluşturulması, bankacılık sektörü ile menkul kıymetler piyasalarının birbirinden bağımsız hale getirilerek, birinde oluşabilecek sorunların finansal sektörün diğer parçalarına yayılmasının önlenmesi, her türlü piyasa ve kurumun ayrı düzenlemelerle denetim altına alınması yer almaktaydı. Ayrıca faiz oranları üzerine sınır konulması ve bankaların spekülatif finansal işlemlere girişmesini engellemek amacıyla ticari bankalara hisse senedi piyasalarında yatırım yasağı getirilmesi de üretken sermaye birikimini destekleyecek önlemler devreye alındı. Böylelikle finansal sektör, Keynesgil sermaye birikimi politikalarının hizmetine sokuldu (Orhangazi, 2008: 29).

---

<sup>7</sup> Aslında Keynes'in alınması gereken önlem konusundaki düşüncesi açık ve seçikti: Hükümet ödünç paraya başvurmalı ve borçlanmayla elde edeceğini yeniden harcamalıydı. Bu Irving Fisher'in formülünde gösterilen yoldu. İç istikraz, piyasaya para sunma olanaklarını ve bankadaki kredi imkanlarını arttırdı. Parayı harcayacak olan hükümetti. Ardından da para, işçiler ya da kredi alacak olanlar tarafından yeniden kullanılarak piyasaya çıkacaktı. Hükümet harcamalarıyla piyasaya çıkacak para ve yurttaş harcamalarıyla elden çıkacak para, piyasadaki paranın tedavül hızının kesilmesini önleyecekti. Yalnızca para üretmekle kalmayan hükümet, böylece harcamayı da dürtüklemiş olacaktı (Galbraith, 1977: 210).

Politikaların uygulanması Büyük Bunalım'dan sonra ve Bretton-Woods döneminde iyi işledi. Yaygın olarak "ithal ikameci" büyüme modelinin egemen olduğu Bretton-Woods para sisteminde, üye ülkelerin altın taleplerinin problemsiz bir biçimde karşılanabileceği öngörülmüştü ve gerçekten de uzun yıllar problem olmamıştır. Bu sistemin belirli bir dönem iyi işlemesinin altındaki neden olarak ABD'nin yüklü altın rezervlerinin varlığı gösterilir. Fakat zaman içinde diğer ülkelerin altın talepleri çok yüksek hacimlere ulaştınca ABD'nin talepleri karşılaması zorlaşmış ve dolayısıyla altın kambiyo sisteminin devam ettirilmesi dünyada altın fiyatlarının yükselişine rağmen olanaksız hale gelmiştir. Altın fiyatlarının yükselmesinde ABD ödemeler dengesinin sürekli açıklar vermesi nedeniyle, bu ülke parasına olan güvenin gittikçe azalmasında etkili olmuştur (Cooper, 1987: 10-60).

### **2.2.3.1. Euro-Dollar Piyasalarının Yükselişi**

Euro-dollar piyasası 1950'lerin ortalarında Avrupa'da çıkan ve daha sonra tüm dünya geneline yayılan bir gelişmedir. Batı Avrupa'da 1950'lerin sonlarında Avrupa Birliği'nin kurulması, Avrupa'da ekonomik faaliyetlerin hızla geliştirilerek bölgeye önemli ölçüde Amerikan yatırımlarının akmasına neden olmuştur. Avrupa'daki yerel piyasa kapasitelerinin kısıtlı olması nedeniyle, yatırım yapan kuruluşlar fonlarını New York'tan karşılıyorlardı. Bu arada Amerikan Hükümeti ülkeden sermaye fonlarının çıkışını engellemek için aldığı bazı önlemler, finansal piyasaların globalleşmesinde ilk adım oldu. Ödemeler bilançosundaki açıkların önemli hacimlere ulaştığı ve resmi altın stoklarının eridiği bu dönemde, ülkeden kitleler halinde sermaye çıkışından endişe duyan Kennedy Yönetimi 1963 yılında Amerikan halkının satın aldığı yabancı tahviller üzerine "*Faiz Eşitleme Vergisi*" adlı bir vergi koydu. Söz konusu vergi, yabancıların New York piyasasında tahvil ihraç ederek fon sağlamalarını engellemek amacıyla konulan bir uygulamaydı. Faiz Eşitleme Vergisi'nin yürürlüğe girmesinden sonra, tahvil satışı yapamayan yabancı firmalar, bu kez Amerika'daki bankalara başvurarak kredi talebinde bulundular. Sonuç olarak ödünç verilen kredilerin hacminin giderek artması, diğer yandan bu fonların dolar olarak ülkeden çıkışı yeniden endişe yarattı. Bunun üzerine Başkan Lyndon Johnson, Amerikan bankalarının ve öteki mali kurumların yabancılara açtıkları kredilerin doğrudan sınırlandırılmasına dayanan bir program olan "*Gönüllü Dış Kredi Kısıtlama İlkeleri*" adı altında yeni bir uygulama getirdi. Yeni uygulamalar yabancı ülkede bulunan Amerikan yatırımcıların bile banka

kredi kullanmalarına engel olurken, bir yandan Avrupa'nın New York piyasası fonlarına olan ihtiyacı artarken, diğer yandan hükümetin kısıtlamaları devam etmesi karşısında, uluslararası iş çevreleri, New York piyasasında elde edemedikleri dolar kredilerini Avrupa bankalarından temin ederek sorunu çözümlədiler.

Avrupa Bankaları'nın ise gerekli kredileri temin etmesinde, 1970'lerde petrol fiyatı artışları, petrol üreten ülkelerin (OPEC) elinde büyük miktarda ABD doları birikmesine yol açtığı söylenebilir. Bu ülkeler ellerinde biriken "petro-dolar"ları ABD'de uygulanmakta olan kısıtlamalar nedeniyle merkezi ABD'de bulunan bankalara Avrupa piyasalarında faaliyet izni vermesiyle birlikte Avrupa piyasalarının da gelişmesinin önünü açılmış oldu. Örneğin ABD ile soğuk savaş halinde olan Rusya, bu avantajı kullanarak dolarlarını ABD bankaları yerine dolar kabul eden Avrupa bankalarında değerlendirmeyi tercih ederek Euro-dollar piyasalarının büyümesinde etken rol üstlenmiştir.

### **2.3. İktisadi Kalkınmanın Altın Çağı: Bretton – Woods Sistemi**

II. Dünya savaşı sonrası ABD ekonomisinde yapılandırılan finansal regülasyonların neticesinde, dönem "Altın Çağ" olarak nitelendirilmiştir. Bunun yanı sıra devletin ekonominin kapsamlı olarak makro-ekonomik yönetimi ve oligopol piyasaların birlikte zayıf uluslararası rekabetine şahitlik eder. 1929-1933 çöküşünün tekrarından korunmak için regülasyonlar ve piyasa segmentasyonu ile finansal piyasalardaki rekabet zorunlu olarak azaltıldı. 1933 New Deal politikaları ise aslında liberal kapitalizmden müdahaleci kapitalizme geçişi simgeler.

Büyük Bunalım döneminde ABD ekonomisi hızla küçülürken, işsizlik rekor düzeylere ulaştı. İktisadi büyümenin yeniden sağlanabilmesi için, özellikle 1940'lı yıllardan itibaren devreye sokulan Keynesgil politikaların önemli bir ayağını da finansal düzenlemeler oluşturdu. Bu yeni düzenlemelerin iki amacı vardı: finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve Keynesgil politikaların ekonomik büyüme ve sermaye birikimi hedeflerini desteklemek. Finansal düzenlemeler, finansal piyasaların üretim ve yatırım sürecini desteklemesi ve finansal kurumların üretken işlemlere uygun koşullarda kredi sunması üzerine kurulmuştu (Orhangazi, 2008: 144).

Finansal sektöre getirilen kısıtlamaların başında, bankacılık sektörünün yeni problemler yaşamaması için tasarruf hesaplarını korumakla yükümlü bir sigorta kurumunun oluşturulması, bankacılık sektörü ile menkul kıymetler piyasalarının birbirinden yalıtılarak herhangi birinde oluşabilecek sorunların finansal sektörün diğer parçalarına yayılmasının engellenmesi, her tür finansal piyasa ve kurumun ayrı düzenlemelerle denetim altına alınması yer almaktaydı (Orhangazi, 2008: 145). Faiz oranları üzerine sınır konulması ve bankaların spekülâtif finansal işlemlere girişmesini engellemek amacıyla ticari bankalara hisse senedi piyasasına yatırım yasağı getirilmesi de üretken sermaye birikimini destekleyecek önlemler olarak devreye sokulduğunu ileri sürmektedir.

Altın çağın hegemonik gücü olan ABD, sistemin biçimlenmesinde önemli bir fonksiyona sahipti. Uluslararası para sistemini stabilize etme amacına yönelik olarak 1944 yılında oluşturulan Bretton-Woods sistemi ile pratikte dolara bağlanan ulusal paralar, ABD'nin uluslararası ilişkilerde üstünlüğünü belirliyordu. Bu gücün kaynağında yatan unsur, Fordist birikime ve onun temelini oluşturan emek sürecine ilişkin, en iyi örnek olarak emeğin sergilediği yüksek performanstı. Amerikan malları uluslararası piyasada, temeli yüksek verimliliğe dayalı olan rekabetçi bir pozisyona sahipti. Bunun doğal sonucu olarak, dolar bütün ülkeler tarafından uluslararası ödeme aracı kabul edilmiştir (Lipietz, 1992: 2).

Keynes refah devletinin yükseliş dönemi olarak da adlandırılan bu dönemde, dünya daha çok üretiyor ve ürettiği hızdan daha da yüksek bir hızda ticaret yapıyordu. 1948-1953 yılları arasında ticaret artış hızı yıllık ortalama yüzde 6,7 olarak gerçekleşirken, bu oran 1958-1963 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 7,4 ve 1963-1968 arası dönemde yüzde 8,6 olmuştur. Bu rakamlar dünya iktisat literatüründe modern zamanlarda görülen en yüksek oranlardır ve ticaret üretimden daha çok artmıştır (Gökal, 1997).

Kapitalizmin altın çağında Keynesyen refah devletinin başarısı, savaş sonrasında Fordist<sup>8</sup> birikimine dayanıyordu. Fordizm'in genişleme dalgası, bir yandan

---

<sup>8</sup> Yücesan-Özdemir ve Özdemir (2008) bu küresel işbölümü oluşumunu "merkez ekonomilerin kapitalistleri kriz koşulları ile yüzleşmeden ve uluslararasılaşmayı dayatmadan önce Fordist üretimi ve emek sürecini üç ayrı parçaya bölmüş ve bu süreçlerin aynı mekanda oluşması zorunluluğunu ortadan kaldırmış bulunuyordu" tespiti ile açıklar. "Fordist emek sürecini oluşturan üç parça (1) tasarlama, örgütleme ve mühendislik, (2) vasıflı üretim ve (3) vasıfsız montaj ve uygulamanın bölünmüş olması durumu krizin getirdiği baskı ile cebelleşmekte olan kapitalistlerin yeni açılımlarını da olanaklı kılmıştır. Kitlesele olarak bir ve aynı üretim sürecinin farklı

refah devleti harcamalarını finanse etmek için devlete vergi gelirleri kazandırmış, diğer yandan emek ve sermaye arasında sınıf uzlaşısının maddi temellerini yaratmıştır. Başka bir deyişle Refah Devleti ve Fordist birikim arasında, karşılıklı destekleyici bir ilişkinin bulunduğu söylenebilir. Fordist birikim Keynesyen refah devletinin genişleme koşullarını güvenceye alırken, Keynesyen refah devleti de Fordist birikimin genişleme koşullarının oluşumunu güvence altına almıştır (Jessop, 1996: 256).

Arrighi (2000: 477), Fordist birikim rejimini şekillendiren ABD hegemonyasına, gerek siyasi gerekse iktisadi açıdan meydan okunması, Amerikan hükümetinin New Deal politikalarından beri süregelen finans kesimiyle çatışma geleneğini terk etmesine sebep olduğunu ileri sürmektedir. Bu durum dünya güç mücadelesinde, Fordist dönemden farklı olarak, temeli finansal sermayeye dayalı ABD hegemonyasını yeniden sağlamlaştırmada önemli bir rol oynamıştır.

Müdahaleci iktisat politikaları, esin kaynağını temelde Keynes'in "likidite teorisi" ve Tobin'in "parasal büyüme modeli"nden almaktadır. Keynes'e göre sabit fiyat seviyesinde, faizler serbest piyasa koşulları altında çok fazla yükselme eğilimindedir. Bu anlamda ekonomik büyümenin sağlanması için gerekli reel sektör yatırımlarının gerçekleştirilebilmesi ancak faiz oranlarının kontrolü bir zorunluluktur. Tobin'in parasal büyüme modeline göre ise, kişilerin servetlerini para ve değerli maden şeklinde atıl olarak tutmak yerine verimli sermaye mallarına yönlendirmeleri ancak düşük faiz düzeylerinde mümkün olabilmektedir (Uzunoğlu vd., 1995: 92).

Keynes'in politikaları 1960'lı yılların sonlarına kadar ekonomik istikrarsızlığa çözüm getirmiştir. Ancak devletin ekonomik hayata her gün yeni konularda müdahale etmesi ve bu müdahaleler için gerekli masrafları devlet bütçesine yüklemesi, hem bütçe açıklarına hem de açıkların giderek artan oranda çoğalmasına ve ekonomi yönetimine yerleşmesine neden olmuştur. Bütçe açıklarının bir sonucu olarak hızla artan devlet borçları, yükselen faiz hadleri, milli paranın değer kaybı, artan enflasyon, kronikleşen dış ticaret açıkları vb. birçok ekonomik istikrarsızlığın ortaya çıktığı görülmüştür (Tekelioğlu, 1993: 212).

---

aşamalarını farklı mekanlarda gerçekleştirebilmenin avantajı ile süreç, önce ulusal ekonominin eşitsiz gelişmiş parçalarına yayılmıştır. Ardından üretim sürecinin farklı düzeylerinin uluslararası mekanda yeniden konuşlandırılması durumu, küresel bir olgu haline gelmiştir" (2008: 72-73).



Dünya iktisadında tarihe geçen “Altın Çağ” dönemi 1970’lerin ilk yarısına kadar büyümesini devam ettirmiştir ancak bir süre sonra yerini durgunluğa bırakmıştır. Birçok akademisyene göre 1960-1970 döneminde uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, OPEC tarafından petrol fiyatlarının 1973’te yaklaşık üç-dört kat dolayında yükselmesi, kamu finansman maliyetlerindeki artış ve dünya genelinde artan işgücü maliyetleri dönemin sonunu hazırlamıştır.

Altın Çağ 1970’lerden itibaren iktisadi ve siyasi sınırlarına ulaştı ve dünya kapitalizmin lider ülkelerin büyüme hızlarında ciddi düşüşler yaşanmaya başladı. Sermayenin ulusal sınırlar içindeki birikim temposu yeni yatırımları gerçekleştirmek için çok daha yüksek karları gerekli kılmaktaydı. Ancak sermayenin karlılığı içinde bulunduğu ulusal pazarın büyüklüğü ile sınırlı durumdaydı. Bunalımdan bir çıkış yolu yurtiçi efektif talebin uyarılması ve sermaye birikimine bu yolla ivme kazandırılması olabilirdi. Ancak bu yöntem emek gelir paylarının doğrudan arttırılması anlamına geleceğinden, sermaye karlılığı açısından kabul edilebilir değildi. Dolayısıyla geriye tek bir seçenek kalmaktaydı: sermayenin hızla finansal yatırım alanlarına çekilmesi ve uluslararasılaşması.

1970’lere gelindiğinde aksamaların başladığına değinmiştik. Politikaların uygulanmasında en önemli etken enflasyon oranlarıydı. OPEC ülkeleri, ABD ile yaşadığı siyasi anlaşmazlıktan dolayı petrol ambargosu ilan ederek, izleyen dönemde petrol fiyatlarının dolara değil de altın değerine göre hesaplayacağı, piyasalarda paniğin artmasına neden oldu. Yaşanan petrol şokunun etkisi ile enflasyon oranları hızla artmaya başladı. Karlılık oranları düşmeye, enflasyon oranları artmaya başladı. Dünya yeniden bir krizle karşı karşıya geldi. Sabit kur rejiminin çökmesi ile dalgalı kura geçiş yapan finansal piyasalar, finansallaşma sürecine zemin hazırladı.

Enflasyon oranlarının 1970’lerde artması diğer yandan bankacılık sektöründeki karların düşmesine neden oldu. Bankalar karlarındaki düşüşü bir taraftan finansal yeniliklere kayarak, diğer taraftan politik baskı uygulayarak aşmaya çalıştılar. Amerikan Federal Rezerv Bankası (FED)’nin yurt içi banka sistemi üzerine koyduğu ve *Regulation Q*<sup>9</sup> diye bilinen bir düzenleme ile bankaların daha sonraları önemli

---

<sup>9</sup> Regulation Q denilen sistem; Amerikan bankaları 90 günden daha kısa süreli mevduata (veya mevduat sertifikalarına) herhangi bir faiz ödeyemiyordu. Oysa Londra bankaları, bir günlük mevduata bile faiz verebiliyordu. Regulation Q, Amerikan bankalarının uygulayabileceği en yüksek faiz oranlarını da bir tavanla sınırlandırmıştı (Seyidoğlu, 2003: 298).

sorunlardan biri haline gelecek olan faaliyet alanlarının kısıtlanması oldu. Buna çözüm olarak örneğin “mevduat sertifikası” adıyla faiz sınırlamalarına tabi olmayan yeni hesaplar yaratıldı. İlk kez 1961’de yaratılan bu hesap tutarı 3 milyar dolardan az olan ve ciro edilebilen bu sertifikalar, önce önemli bir artış göstermiş, 1966 yılındaki düşüşten sonra 1968 yılında 22 milyar dolara yükselmiştir (Çelebican, s.279, [www.dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/306/2892.pdf](http://www.dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/306/2892.pdf) Erisim tarihi 19.08.2010).

Uluslararası sermaye akımlarının yaygınlaşması, ekonomik gelişmelerin beklenen bir ürünüdür. Petrol şoku ve devamında gelen küresel stagflasyon olgusuna bağlı olarak, uluslararası “borçlanma ekonomisi”nin oluşması, bu bağlamda, ödemeler bilançosu açıklarını birinci öncelikli sorun olarak görmeyen uluslararası bir ekonominin inşası, gelişmiş ülkelerdeki sanayi yatırımlarının ortalama getirisinde yaşanan gerileme ile eş-anlı ortaya çıkmıştır (Rosier, 1994: 109).

Yaşanan tüm bu gelişmeler sadece ABD’de değil, tüm dünya ekonomisinde yeni bir sayfa açılmasına önderlik etti. 1970’lerde yaşanan büyük stagflasyon<sup>10</sup> bugün meydana gelen krizin temeli olarak görülebilir. Bugünkü krizi XXI. yüzyılın ilk bunalımı olarak değerlendirmek mümkündür.

Sistem olarak kapitalizm, kar motivasyonu ile hareket eder ve karlılığın sistem iç dinamikleri vardır. Bu açıdan bakıldığında, önemli olan şey kar oranlarının faiz oranları düzeyini ne kadar geçtiğidir, çünkü net kar oranı yatırımları belirler. 1970’lerdeki krizden çıkış politikası olarak karlılık Amerika’da orta derece iyileşme gösterebilmişti. Kar oranlarındaki hızlı artış ancak faizlerdeki düşüşle gerçekleştirilebilirdi. Şöyle ki 1981’de %14 olan faiz oranları 2001 yılında gözle görülür derecede düşmüştür. Faiz oranlarının %1’lere düşmesiyle net kar oranlarında hızlı bir artış yaşandı. Sonuçta emlak ve finans piyasasında birlikte giden bir büyüme süreci başladı.

Finans sektörünün bu gelişmeler ışığında de-regüle edilme dönemi de başladı. Her ne kadar ABD’de 1929 yılında getirilen ve yatırım bankaları ile mevduat bankalarının faaliyet alanlarını ayıran Glass – Steagal yasasına dokunulmamış olsa da dünyada serbestleşme ve de-regülasyon dönemi başlamış oldu. Bu aynı zamanda

---

<sup>10</sup> Stagflasyon; ekonomik durgunlukla beraber işsizlik oranı arasında ters orantı mevcuttur, biri düşerken diğeri yükselir, ancak stagflasyon ortamında her ikisi de birlikte yükselmektedir

finansallaşmanın, finansal sektörün giderek daha fazla bağımsızlaştığı bir dönemin de başlangıcıydı.

1970’li yılların başından itibaren Altın Çağ duraksamaya başladı. Bu durum uluslararası finansal regülasyonların dolara, doların altına bağlı olduğu Bretton-Woods Sistemi’ni ülkelerin terk etmesi ile başladı. Finansal sektörde yaşanan önemli değişimler ABD ekonomisi tarafında endişelerin artmasını hızlandırdı. Kısacası, Keynesgil dönem uzun vadeli yatırıma odaklanan işletme anlayışı, yerini kısa vadede hisse senetlerinin değerini azami seviyeye getirmeye odaklanmış bir işletme anlayışına bıraktı (Orhangazi, 2008: 151).

Sisteme üye olan ülkelerin dış denkleme sorunlarının artması genel olarak kar oranlarındaki düşüşün, işgücü maliyetlerindeki artışın, dolar bolluğundan kaynaklanan likidite sorununun ABD ekonomisinin gücünün azalmasına yol açarak, doların dünya piyasalarında değer yitirmesine sebep oldu. Böylece ABD’nin emisyon kazançları, sistem içerisindeki az gelişmiş ülkelerin paralarının istikrarsızlık göstermesi ile Bretton-Woods sistemi 1971’de; ABD’nin doları dalgalanmaya bırakmasına, bu kararı da diğer ülkeler etki ederek sabit para sistemini terk etmesine yol açmıştır. Bretton-Woods sisteminin çöküşü aynı zamanda ulus devletlerin bütünleşik sistemde aktif rol aldığı Keynesyen refah devletinin de sonunu getirmiştir (Dağdelen, 2004: 13).

Bu olaylarda finansal otoriteler, sistemi kurtarmak için kuralları esnetmeye istekliydiler fakat piyasa disiplini az gelişmiş ülkelerde uygulandı. Bu asimetri gelişmiş dünyada kredi büyümesini asimetrik biçimde teşvik etmekle, tüm dünyadaki birikimleri sömürdü ve ABD’de büyük bir cari açık oluşmasına neden oldu. Reagan yıllarından başlayarak da ABD’de büyük bir bütçe açığı oluştu. Paradoksal olarak bütçe açığı, cari hesap finansmanına yardım etti çünkü sermaye fazlası olan ülkeler, şişen parasal rezervlerini Amerikan devlet ve ajanslarının senetlerine yatırdılar. Bu ters bir durumdu çünkü sermaye az gelişmiş dünyadan ABD’ye akıyordu ve hem cari hesap hem de Amerikan bütçe açığı, kredi genişlemesinin başlıca kaynağı olarak hizmet etti (Soros, 2008).

Tüm piyasaların yanı sıra, özellikle finansal piyasaların de-regülasyonu 1970’lerde kriz sonrası yaşanan küreselleşme sürecinde özel bir önem taşımaktadır. Çünkü Arrighi’ye göre söz konusu serbestleştirmelerle artan spekülatif finansal akımlar

ve finansallaşma süreci, kapitalizm için son bir sığınak işlevi görmüştür. Buna göre rekabetin yükseldiği ve kar oranlarının düştüğü bir konjonktürde, bu tip bir politika rekabetin yönünü oyuncuların daha az sayıda olduğu, en azından oyunun başında, finansal piyasalara kaydırarak, finansal aktiviteleri, üretim alanındaki düşen karların tamamlayıcısı durumuna getirmiştir. Üretim ve ticarete risklerin ve belirsizliklerin arttığı bir durumda, likiditesi yüksek değerlere kayış, sermayenin değersizleşmesini geciktirme işlevi ile beraber sabit sermaye ve mallar üzerindeki nakit akımları azalan, daha az ihtiyati ve irrasyonel bir coşkuya sahip 1980 sonrasında yeni nesil kapitalist sınıfını oluşturmuştur (Arrighi, 2003: 50).

#### 2.4. Keynes ve Finansallaşma

Kapitalizmin ortaya çıkışından bu yana, ekonomik hayatta sürekli değişimler yaşanmıştır. Hiçbir kriz bir önceki dönem ile aynı olmamakla birlikte, öncekinin değişimi ve devamı olarak gerçekleşmiştir. İkinci Dünya savaşı sonrasında 1973'lere kadar birikimin sosyal yapısı sistemli olarak yukarıda değindiğimiz üzere altın çağını yaşadı. Sermaye birikimi global sistem içerisinde ve ülkelerde ekonomik aktivitelerin regülasyonunda aktif rol oynadı. Savaş sonrası hakim olan Keynesyen sistem; devletin geniş hakimiyetinin ve müdahalesinin olması dolayısıyla "*kontrollü kapitalizm*" (*regulated capitalism*) olarak adlandırılmaktadır.

Keynesgil modelin yarattığı sosyal devlet anlayışı, 1929 ekonomik krizin bir sonucu olarak gündeme gelmiştir. Kriz, aynı zamanda dizginlenmeye niyeti olmayan kapitalizme de büyük sekte vurdu. Çünkü bunalım hem mevcut iktisat politikaları ve kapitalist anlayışın krize girmesine hem de klasik liberal öğretinin ve dünya görüşünün yeniden sorgulanmasına yol açtı (Şaylan, 2003: 85). New York Borsası'nın çöküşü, ardından ortaya çıkan Büyük Bunalım, önlenemez bir şekilde bütün dünyayı olumsuz olarak etkisi altına aldı. Buna göre başta devlet yöneticileri ve iktisatçılar olmak üzere yaşanan krizin nedenlerini araştıran kesim, söz konusu krizin yapısal nedenlerden kaynaklandığını ve çözüm olarak da devletin ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini savundular. Bu düşünceyi ilk olarak, yazdığı "*Faiz ve Paranın Genel Teorisi*" eserinde Keynes ortaya koydu. Bunun üzerine başta Amerika ve Avrupa'daki birçok devlet ki, - bunların başında Fransa, İtalya, İspanya olmak üzere- liberal iktisattan vazgeçerek, daha korumacı politikalar izlemeye başladılar.

Bu eserle Keynes, sadece ekonomi alanındaki Ortodoks görüşü yıkmakla kalmıyor, aynı zamanda krize giren kapitalizmi de kurtarmaya çalışıyordu (Galbraith, 2004: 194). Nitekim kapitalizmin bir daha krize düşmemesi için öncelikle emek ve sermaye arasındaki ilişkinin daha özgür, adil ve eşitlikçi bir biçimde kurulmasını ve bu yapının sürdürülmesinde devlete daha önemli rollerin verilmesi gerektiğini belirtti. Keynes'e göre yaşanan kriz, pazar mekanizmasının liberallerin savunduğu gibi görünmez bir el yardımıyla kendi kendine işleyen bir mekanizma olmadığını göstermişti. Onun için sürecin sağlıklı işleyebilmesi, görünen bir elin (devletin) devreye girmesiyle mümkün olabilirdi. Bununla devletin ekonomiye müdahalesini meşrulaştıran Keynes, yapısal sorunların çözümünü, kamu harcamalarını arttıracak, işsizlik ve vergileri azaltacak ve faiz oranlarını düşürecek hükümet önlemlerinde görüyordu (Lapavitsas, 2009: 63). Ayrıca, talebi yaratma konusunda devletin önemli rol oynayabileceğini, yaratılacak taleple birlikte ekonominin canlanacağını, artan üretimle tüketimin ve buna bağlı olarak istihdamın yaratılacağını ve dolayısıyla işsizliğin azalacağını savunuyordu (Benderli vd., 2006: 183).

Bunun için de devletle birlikte özel sektörün, çalışan kesimlerin sosyal haklarını tanınması, sendikal örgütlenmeye izin vermesi, başta işsizlik olmak üzere eğitim, sağlık ve sosyal güvenlik konularında sorumluluk alması gerektiğini dile getirdi. Böylece refah devleti modeli piyasaya kuvvetlerinin oyununu bu açılardan değiştirerek yeni bir devlet anlayışını ortaya çıkarttı (Briggs, 1961: 221-258).

Keynesyen iktisat anlayışı esas itibarıyla ekonomik boyutlu olmakla birlikte, Klasik liberalizmin üretimi destekleyen arz yönlü anlayışının tersine, talep yönlü politikalara dayanması nedeniyle sosyal amaçlarla büyük ölçüde uyumludur. Dolayısıyla II. Dünya Savaşı sonrası dönemde piyasa ekonomisinin uygulandığı ülkelerde, uluslararası siyasi ve ekonomik ortamın etkisiyle Keynesyen iktisada ve piyasa başarısızlıkları yaklaşımına dayanan müdahaleci politikalar yaygın olarak kabul görmüş, toplumsal taleplerle birlikte Sosyal Devlet-Refah Devleti anlayışına bağlı olarak eşitlikçi ve paylaşımcı uygulamalar gittikçe yerleşmiştir.

Ancak eşitlikçi ve paylaşımcı olan bu politikalar, zamanla devlete ağır bir sosyal maliyet yükledi. Devletin başta sosyal güvenlik ve sosyal hizmetler olmak üzere eğitim, sağlık ve altyapıya ayırdığı kaynaklar belli bir süre sonra giderleri karşılanamayan ve sürekli açık veren bir bütçe gerçeğini ortaya çıkartmıştır. Aynı

zamanda devletin bürokratik yapısını hantallaştıran ve sürekli büyüyen ancak üretmeden tüketen yeni bir sınıfa da beslemiştir. Kamusal hizmetlerin, özellikle sosyal güvenliğin devlet tarafından karşılanması, hem sosyal maliyetlerin artmasına hem de kendilerini güvende hisseden bireylerin daha az çalışmasına, yatırımlar için gerekli tasarrufun ve finansmanın oluşmamasına, dolayısıyla üretimin ve istihdamın yaratılmamasına yol açmıştır (Aktan, 1999: 46-48). Bu durum yani giderleri karşılanamayan bir devlet yapısının ortaya çıkması; fiyatların yükselmesine, işsizlik oranlarının ve enflasyonun (stagflasyon) artmasına, büyüme ve verimlilik oranlarında önemli düşüşlerin yaşanmasına (Başkaya, 1997: 120) ve bunların doğal sonucu olarak da ödemeler bilançosunun açık vermesine yol açmıştır.

1970'li yıllara kadar geniş bir uygulama imkanı bulan Sosyal Devletin, artan sosyal harcamaların bütçeye yük olması ve bu tarihlerde ortaya çıkan krizlere çözüm bulamaması ve düşmekte olan kar oranları 1980'lerden itibaren Klasik liberalizme dayanan ve arzı öne çıkaran Yeni Liberal anlayışın çıkmasına neden olmuştur.

Kapitalizmin itici gücü olan kar oranlarında düşme eğilimi 1981'de ABD'yi farklı bir strateji uygulamaya yöneltti. Piyasaları harekete geçirmek isteyen ABD kötüleşen emek sürecini yeniden tahsis etmeye çalışarak, finansallaşma stratejisini geliştirmiştir. Uluslararası borçlanma ve aşırı kredilendirme ile finansallaşma süreci başlamıştır (Camacho, vd., 2009: 6).

Keynes'in gündeme getirdiği ve sonrasında uygulanan politikalar 1970'lerin sonuna doğru gelindiğinde, yani sosyal devlet modelinin uygulandığı ülkelerde ekonomik sorunlar iyiden iyiye kendisini hissettirmeye başladı. Başta sanayileşmiş ülkeler olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin yarısından çoğu bir finansal ve mali krizle karşı karşıyaydılar ve bu krizin en önemli nedeni hiç şüphesiz ki, kamusal harcamaların ulusal üretimin artış hızından çok daha yüksek olmasından kaynaklanıyordu (Rosanvallon, 2004: 19).

Liberalizasyon tam anlamıyla 1950-1960'lı yıllarda Parasalcı Okul (Monetarism) Milton Friedman ve Friedrich Hayek tarafından, Keynes politikalarına eleştiri olarak ortaya konulan görüşlerle şekillenmiştir. Petrol krizinin ortaya çıkışıyla, sermaye yapısının özellikle İngiltere ve ABD'de yeniden şekillendirilmesi başladı. Petrol krizinden sonra ortaya çıkan stagflasyon dönemi, yeni arayışları beraberinde

getirdi. Kapitalizmin yine yeniden değişime ihtiyacı vardı. Aksi takdirde dünya ekonomik anlamda daha büyük felaketlere sürüklenebilirdi. O halde çözüm olarak liberal politikaların yenilenmesi veya değişimi gerekiyordu.

Keynesçi refah devleti anlayışının zayıflamasıyla birlikte, liberal politikaların geliştirilmesiyle, neoliberal anlayışın hâkim olduğu bir dönem başladı. Bretton-Woods döneminde kurulan ve ikiz kardeşler olarak adlandırılan (IMF, IBRD) kurumların görevi sistemdeki aksamaları desteklemektir. Fakat sistemin çökmesiyle IMF ve IBRD ile daha sonra kurulan WTO, olanaklarının daha genişletilmesi suretiyle faaliyetlerine devam ettiler. Bu dönemde ülkeler başta liberalizasyon politikaları olmak üzere neoliberal politikalar transfer etmeye başladılar. Daha sonra değineceğimiz neoliberal politikaları işte bu dönemden sonra ortaya çıkan bir sistemi tanımlamaktadır.

## **2.5. Finansal Liberalizasyon ve Deregülasyon**

Liberal iktisadi görüş, finansal sistemin kıt olan sermayeyi en etkin kullanılacağı biçimde ve rekabet koşullarında paylaşıracağı inancındadır (Stiglitz, 2002: 136). Liberal iktisadi görüşten esinlenen finansal liberalizasyon yaklaşımının temel savı, hükümetlerin uyguladıkları finansal kısıtlamaların finansal sistemin gereği gibi işleyişinin önündeki en büyük engel olduğu yönündedir. Çünkü finansal sistem, ekonomik büyümenin başarılması için gereken fiziksel sermaye yatırımlarının gereksinim duyduğu sermaye birikimini; tasarrufların yapısını ve tahsisini yeniden düzenleyerek en etkin şekilde sağlama işlevini ancak piyasa mekanizmalarının hakim kılınması sayesinde gerçekleştirebilecektir (Mertron vd., 1995: 12).

Literatürde farklı finansal liberalizasyon tanımlamalarına rastlamak mümkündür. Örneğin Kaminsky ve Schmukler (2003)'e göre finansal liberalizasyon;

- Hisse senedi piyasalarının serbestleşmesi,
- Hisse senedi piyasası dışında yerli finansal piyasaların serbestleşmesi,
- Sermaye hareketlerini serbestleşmesi,

olarak üç boyutlu tanımlanmaktadır. Buna göre kısmi serbestlik bu üç boyuttan en az ikisinde kısmi serbestleşme olarak, tam serbestlik ise en az iki boyutta tam, üçüncü boyutta ise kısmi serbestleşme durumu olarak ifade edilmektedir. O halde her üç boyutta gerçekleşen serbestleşmenin kısa dönemli kar arayışlarına alt yapı hazırlayarak,

sermaye birikiminde yaşanan bu transformasyonun finansallaşmayı beraberinde getirdiği söylenebilir.

Neo-klasik teoriye göre ise finansal liberalizasyon yaklaşımı; finansal sistemin fonksiyonlarını tam anlamıyla gerçekleştirememesinde, hükümetlerin uyguladıkları finansal baskı politikalarının önemli bir payı olduğu görüşündedir. “Finansal Baskı Politikaları”, (Financial Repression Policies) finansal piyasalardaki her türlü kısıtlamayı kapsayacak anlamda kullanılan özelde negatif reel faiz politikası şeklinde uygulanan iktisat politikalarıdır (Galbis, 1977: 59). Finansal liberalizasyon teorisine göre, 1950 ve 1960’larda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan “finansal baskı politikaları”; tasarrufları azaltmış, finansal aracılık maliyetlerini yükseltmiş ve sermaye kaçışını hızlandırmıştır. Dolayısıyla kaynaklar marjinal verimlilik düzeyi düşük yatırımlarda kullanılmış, tasarruf sahipleri de üretken olmayan fiziksel aktiflere yönelmişlerdir. Finansal baskı politikaları düşük faiz oranı ve tercihli kredilerle ayrıcalıklı grup yaratırken, bunun dışında kalanları yüksek faizlerin geçerli olduğu kurumsal olmayan piyasalara yöneltmiştir (Esen, 1998: 24).

II. Dünya Savaşı’nın sonunda finansal endüstri-bankalar ve piyasalar kesin bir şekilde düzenlenmişti. Savaştan sonraki yıllarda sınırlayıcı kurallar önce yavaş, sonra giderek hızlı bir şekilde kaldırıldı ve 1980’lerde ise doruk noktasına ulaştı. Bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi amacıyla sermayesi küçük bankaların birleştirilmesi, zarar eden devlet bankalarının birleştirilmesi veya tasfiyesi de-regülasyon politikalarının temelini oluşturmaktadır. Özellikle kamu bankalarının siyasi müdahalelerden arındırılması ve etkinliğinin artırılması bir ön koşul olarak ileri sürülmektedir. Burada temel amaç karlılık esasına bağlı olarak gerçek anlamda bankacılık faaliyetinin yapılmasının önündeki engellerin kaldırılmasıdır. De-regülasyon politikalarının amacı ise bankaların asıl işlevi olan topladığı kaynakları kredi olarak dağıtmak ve bu şekilde elde ettiği gelire ticari faaliyetini devam ettirme fonksiyonunun tam olarak yerine getirilmesini sağlamaktır. Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde Merkez Bankası bağımsız bir yapıya kavuşturulmaktadır. Faiz oranları serbest piyasada ticari bankalar tarafından belirlenmektedir.

Williamson ve Mahar (2002: 8) finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teorinin, “*finansal baskının kalkmasının ve finansal*



*derinleşmenin sağlanması için etkin kaynak dağılımını sağlayacağı ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağı”* iddia etmektedir. Genel çerçevesi itibariyle finansal baskı politikalarının uygulandığı bir ekonomide, mevduat ve kredi faizleri genellikle reel olarak negatiftir. Uygulanan faiz politikalarının bir sonucu olarak bankalarda tutulan mevduatın getirisi enflasyonun gerisinde kalmaktadır. Bu yüzden kaynaklar bankacılık sektöründen uzaklaşarak, değerli maden ve gayrimenkul gibi üretken olmayan yatırım araçlarına kaymaktadır. Kredi dağıtımında rasyonel kriterler gözetilmemekte, yeni finansal araçların geliştirilmesi için gerekli ortam doğmadığı gibi finansal piyasalara yeni katılımlar sınırlı kalmaktadır (Galbis, 1977: 599).

Finansal baskı politikalarının diğer bir boyutu sermaye hareketleri üzerine getirilen kısıtlamalardır. Yerel finansal kurumların dışsal işlemlerine ve yabancı finansal kurumların yerel işlemlerine getirilen sınırlamalar finansal baskı politikalarının yaygın olarak kullanılan araçlardır. Uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlamada en yaygın uygulanan yöntemler ise; döviz kontrolleri ve miktar kısıtlamalarıdır (Uzunoğlu, 1995: 40).

Finansal baskı uygulamalarının, finansal piyasalarda yol açtığı olumsuzlukları Vincente Galbis aşağıdaki gibi sıralamaktadır (Galbis, 1977: 59-62):

- i. Finansal baskı, yatırımcıları kurumsal finansal sistemden (bankacılık sistemi) uzaklaştırarak, yatırımları için oto-finansman yöntemini veya kurumsal olmayan finansman piyasalarını tercih etmelerine yol açarak yatırımların etkinliğini düşürücü etkide bulunmaktadır.
- ii. Finansal baskının olumsuzluklarından kaçınma arayışı, kurumsallaşmamış (informal) finansal aracılığın ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Belirtilen faaliyet türleri ve aracılık hizmetleri, piyasaların bölünmüşlüğü, işlem maliyetini ve risklerini artırmak gibi nedenlerle etkinlikten uzak kalmaktadırlar.
- iii. Finansal baskı uygulamaları, sermaye akımlarının serbestleştirildiği ortamlarda uluslararası finansal aracılığın yaygınlaşması ile sonuçlanmaktadır. Bu gelişme sermaye hareketlerinin istikrarsızlaştığı durumlarda ekonominin genel işleyişi üzerinde olumsuz etkilere yol açmaktadır.

### **2.5.1. Finansal Liberalizasyon, Dünya Borç Krizi ve Finansallaşmanın Yaygınlaşması**

1980 öncesi dönem uluslararası mal ticaretiyle karşılaştırıldığında, uluslararası sermaye akımlarının daha sınırlı bir serbestliğe sahip olduğu görülmektedir. Geleneksel anlamda en gelişmiş ülkeler dahil sermaye akımları üzerine yoğun kısıtlamaların konulması, olağan bir uygulama olarak görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında hükümetler finansal sektör üzerinde doğrudan kontrole sahip olduklarından kolaylıkla birçok kısıtlama ve kontrol mekanizması uygulama şansına sahip olmuşlardır (Seyidoğlu, 2009: 483). Bir yandan ekonomik kalkınmayı hızlandırmak için daha büyük yatırımlara gereksinim duyulurken, diğer yandan finansal kaynakların yetersiz olması bu ülkelerin büyük hacimli yatırım planlarını gerçekleştirebilmelerinin önündeki en büyük engeli oluşturduğundan, uygulanan finansal kısıtlamalar sağlam maddi temellere dayanmaktaydı. Hükümetlerin amacı esas olarak; vatandaşlarının tasarruflarını riski yüksek girişimlere karşı korumak için sermaye çıkışını engelleyerek, sermaye hesabı açıklarının önüne geçmek, ulusal fonların yabancılara kullanılmasını kısıtlamak ve ulusal üretim tesislerinin yabancılara mülkiyetine geçmesini önlemektir. Ancak zaman içinde gelişen ekonomilerin ve teknolojik yeniliklerin bir sonucu olarak sermaye hareketleri üzerinde kısıtlayıcı politikalar uygulayabilmek giderek imkansızlaşmıştır (Eichengreen, 1996: 3-5).

Finansal liberalizasyon geliştirmekte olan ülkeler için döviz kurunu, ekonominin cari işlemler bilançosunun bir sonucu olmaktan çıkartıp, yabancı sermaye akımlarının giriş çıkışlarının belirlediği bir fiyata dönüştürmüştür. Ulusal paranın reel olarak aşırı değerlenmesi, bütçe açığı ve iç borçlanmadaki artış, düşük yurtiçi tasarruf oranları, spekülatif faaliyetler gibi makroekonomik olumsuzlukların etkisi ile yükselen faiz oranları döviz kuru değişmelerine uzun süre olanak vermemiştir. Bu süreçte dış açığın sürdürülebilmesi ise ancak yüksek faiz-spekülatif kar beklentisiyle ülkeye giren yabancı sermaye akımları sayesinde olabilmıştır (Kazgan, 1999: 92).

Finansal liberalizasyon kuramının öngörülerini doğrultusunda finansal piyasaların serbestleştirilmesi sonucu artan faiz oranları, geliştirmekte olan ülkelerde yabancı sermaye girişlerinin devam etmesi amacıyla süreklilik kazanmış ve reel olarak yüksek değerlere ulaşmıştır. Faiz oranı reel yatırımlarla, finansal yatırımlar arasında

tercih mekanizması işleten bir faktör olduğundan, finansal yatırımların getirisinin yüksek olması reel yatırımları azaltıcı bir rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarının reel yatırımlara yönelmemesi sonucu bu ülkelerdeki finansal yatırımların getirisinde azalma yönünde bir gelişme ortaya çıkmamıştır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde, finansal yatırımların getirisi, uluslararası getiri oranına inme eğilimi göstermediğinden, faiz oranları da uluslararası düzeyine inmemiş ve finansal liberalizasyon modeli öngörülerine aykırı bir durum ortaya çıkmıştır (Akyüz, 1993: 3).

Dolayısıyla yaşanan bu dönüşüm finansallaşmayı öne çıkaran ilk adımlardan biri olmuştur. Finansal liberalizasyon hareketleri yatırımları finanse etmek yerine doğrudan yatırımları teşvik ederek ve yatırım anlayışının finansal piyasalara kayarak ana fikrini gölgede bırakmıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarına giren doğrudan yatırımlar kısa vadeli giriş-çıkışlar ekonomide istikrarsızlığa neden olurken, denge kurulması ve finansal krizlerden korunmak imkansız hale gelmiştir.

Finansal piyasalar denge kurulmasına yanaşmadıkları için onların liberalleşmesi geçici krizlere neden oldu. Krizlerin çoğu az gelişmiş dünyada meydana geldi ki bu, o ülkelerin gelişmemiş olmasına bağlanabilir fakat uluslararası finansal sistem stabilitesi bazen 1980'lerin uluslararası bankalar krizi ve 1997-1998'in yeni piyasalar krizi gibi dikkat çekecek kadar tehlikeye düştü (Soros, 2008: 113).

Diğer yandan finansal liberalizasyonun savunucuları sadece finansal sektör katılımcıları değildi. ABD işletmelerinin faaliyetlerinin giderek uluslararasılaşması, bu işletmelerin ihtiyaç duydukları finansal hizmetlerin bu ülkelerde sağlanabilmesi amacıyla bankacılık sektörünün uluslararası faaliyetleri üzerindeki kısıtlamaların esnekleştirilmesini talep etmeye başladılar. Finansal olmayan işletmelerin yatırımları tüm dünyaya yayıldıkça, bu işletmelerin daha çeşitli ve sınırsız finansal hizmet ve ürünlere ihtiyacı da arttı. Dolayısıyla uluslararası finansal faaliyetler üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması için ABD'nin en büyük finansal olmayan işletmelerinin de aralarında bulunduğu bir baskı grubu oluştu (Orhangazi, 2008: 147).

Sub-prime Mortgage krizi, bugün yaşanan krizin fark edilmesinde edilgen bir rol üstlenmektedir. Önceden finansal kurumları sınırlandıran regülasyonların kademeli olarak kaldırılması bu krizin daha da yıkıcı olmasına olanak sağlamıştır. De-regülasyon olarak nitelendirilen bu politikalar yaklaşık son 20 yıldır WTO, IBRD, IMF, Ortodoks

iktisatçılar, bankacılar ve dünya liderleri tarafından dayatılan neo-liberal politikaların en önemli ayağını oluşturmuştur.

De-regülasyon olgusunun genel anlamda uygulamada yasama veya yürütmeye ait bir uygulama olduğu söylenebilir. Devlet çoğu zaman tekelliliğin önüne geçmek için kendisi bizzat piyasalara girerek mal üretir. Dolayısıyla de-regülasyon genel olarak devlet tekeli sağlayan bir düzenlemenin yok edilmesini sağlayan yaptırımların uygulanmasını ifade eder. Daha açık bir ifade ile devletin piyasalardaki etkinliğinin azaltılması şeklinde yorumlanabilir. De-regülasyonla birlikte liberalizasyon politikaları piyasalara entegre olmaktadır.

*Liberalizasyon politikaları* ise sözü edilen yapısal uyarlama sürecinin (de-regülasyon), diğer bir ifadeyle kapitalist dinamiklerin öznesi olduğu güdülü değişimin geniş kapsamlı bir parçası hatta mayası olduğu ifade edilebilmektedir (Dağdelen, 2004: 3).

Dağdelen (2004)'e göre *liberalizasyon*; siyasal ve yönetsel mekanizmalar, ticaret piyasaları ve finansal piyasalar üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve sonrasında uluslararasılaştırılmasını amaçlamaktadır (Dağdelen, 2004: 5). Piyasaların liberalizasyonu ticaret hacminin artmasına yönelik politikalar gütmekte idi. Ticaret ve finansal piyasaların serbestleşmesi ile finansman bulma olanakları genişlerken, ticaretin hacminin artması kolaylaşacak idi.

Teorik olarak ticari serbestleşme ideolojisi klasik iktisatçı David Ricardo tarafından sunulan “Mukayeseli Üstünlükler Teorisi” ile bağdaştırılabilir. Bu teoriye göre; serbest ticaret ilkesi çerçevesinde her ulus kendine en uygun malı üretir ve üretmediği ya da pahalıya mal ettiği ürünü ise dış ülkelerden daha ucuza temin eder. İşte bu teori liberalizm olgusunu kuvvetlendirmiştir. Dolayısıyla ticari liberalizasyondan sonra ki aşama finansal liberalizasyon olarak görülebilir. Finansal liberalizasyon aşamasında ise finansman arayışına giren ülkeler, ticari liberalizasyonda olduğu gibi ucuz maliyetle finansal liberalizasyon (sermaye önündeki engellerin kaldırılması) uygulamaları sonucunda yurt dışından kaynak tahsis edebileceklerdir.

Finansal liberalizasyon kuramı çerçevesinde; uluslararası finansal piyasaların etkin çalıştığı varsayımından hareketle finansal liberalizasyonun başlangıç evresinde artan faiz oranlarının, finansal sistemin, fonların etkin dağılımını gerçekleştirmesi

sayesinde, yatırımların getirilerinin küresel anlamda eşitlenerek, faiz oranlarının düşeceği öngörülmüştür (McKinnon, 1977: 56).

Finansal sektörü liberalize etmeye yönelik ilk önemli çabalar, 1970'lerin sonlarında Güney Amerika'nın güney kısmında yer alan Arjantin, Uruguay ve Şili'de gerçekleştirildi. Bu ülkeler faiz oranı kontrollerini kaldırdılar ve kamu sektöründe faaliyet gösteren bankaları özelleştirerek bankacılık sektörünü rekabete açtılar. Bunun yanı sıra finansal sektör liberalizasyonundan çok kısa bir süre sonra sermaye kontrollerini de kaldırdılar. Bu da büyük bir sermaye girişine ve hızlı bir borç artışına neden oldu. 1980'lerin başında bu ülkelerde uygulanmaya çalışılan liberal politikalar şiddetli makroekonomik krizler şeklinde kendini gösterdi (Williamson ve Mahar, 2002: 15).

Kısa vadeli sermaye akımları ve finansal piyasaların özellikle gelişmekte olan ülkelerde etkin faaliyet gösterememeleri sonucu, 1990'ların başında McKinnon ve diğer neo-klasik iktisatçılar yüksek faiz oranlarının, finansal ve makroekonomik istikrarsızlığa olan etkilerini tartışmaya açmışlardır. Bu doğrultuda mal ve finans piyasalarının uyum hızları farklı iken, psikolojik etkilenme derecesi yüksek finansal piyasaların, mal piyasaları ile aynı tarzda ve hızda serbestleştirilemeyeceği görüşü ön plana çıkmıştır. Finansal reformlardan önce reel sektör reformlarının yapılması gerektiği ve serbestleşmenin ilk aşamalarında ekonomiyi finansal istikrarsızlıklardan korumak amacıyla, sınırlı bir piyasa müdahalesinin gerektiği ileri sürülmüştür (McKinnon, 1998: 25).

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde birbiri ardına yaşanan finansal krizler sonrasında, finansal liberalizasyon teorisinin mimarlarından McKinnon söz konusu ülkelerin uygulamaya son verdikleri müdahaleci politikaların boşluğunu dolduracak uygun iç mali ve parasal kontrolleri yeterince önlem alınmaması görüşünü öne sürmüşlerdir (McKinnon and Pill, 1997: 190).

McKinnon, düzenli bir finansal liberalizasyon programında, reform sıralamasının şu şekilde gerçekleşmesini önermektedir (McKinnon and Pill, 1999: 23).

- i. Mali disiplin sağlanmalı ve bu kesinlikle finansal liberalizasyona geçmeden önce olmalıdır.

- ii. Ulusal sermaye piyasaları dışa açık hale getirilmeli, pozitif reel faiz oranlarına işlerlik kazandırılmalıdır. Bankaların ve diğer finansal kuruluşların de-regülasyon temposu, hükümetlerin makroekonomik istikrarı sağlama çabalarına itici güç sağlamalıdır. Fiyat istikrarı sağlanamazsa, reel faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek beklenmedik dalgalanmalar, üzerinde kısıtlama bulunmayan faaliyetleri çok riskli kılacaktır.
- iii. Finansal işlemlerin serbestleştirilmesindeki uygun adımların tespit edilmesi gerekmektedir. Dış ticaret politikasını mantıklı kılmak için, döviz kuru işlemlerinin mutlaka tam konvertibl hale getirilmesi gerekmektedir. Bu noktada çok katı ve çok gevşek kur rejimlerinin doğurabileceği sakıncalara ayrıca özen gösterilmelidir.
- iv. Uluslararası sermaye hareketlerine izin verilmelidir. Sermaye hareketlerine tam serbestlik tanınmadan önce, ulusal sermaye piyasalarının, denge faiz oranı üzerinden düzenli faaliyette bulunması sağlanmalıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği bir ortamda özellikle enflasyon kontrol altında tutulmalı ki, ulusal paranın gerçek değerinden sapması ve paranın devalüe edilmesi gibi zorunluluklarla karşılaşılmasın.

McKinnon'un ortaya koyduğu; teori ile uygulama arasındaki çelişkilerin çözümlenmesi için, finansal liberalizasyon uygulamasının rotasını bu şekilde ortaya koymuştur. Buna bağlı olarak finansal liberalizasyon politikaları, 1980 sonrası dönemde birçok ülkede uygulanma şansı bulmuştur.

Diğer yandan, liberalizasyon politikaların hayata geçirilmesinde IMF, IBRD, OECD, WTO gibi uluslararası kuruluşlar ve örgütler dolaylı ya da direkt yollardan etkide bulunmuşlardır. Bu kuruluşlar, uyguladıkları “uyum programları”, “stand-by anlaşmaları”, “niyet mektupları”, “ticari ve yapısal krediler” gibi çok çeşitli araçlarla liberalizasyon sürecine katkıda bulundular.

Liberalizasyonun bir üst aşaması olarak görülen ve özünde bir ekonomik politik sistem olan neo-liberalizm ise sermayenin devletin egemenliğinden çıkmasını, emek ve değer piyasa koşullarına bırakılmasını ve ekonomik faaliyetlerin serbest piyasa koşullarına bırakılmasını ve ekonomik faaliyetlerin serbest piyasa mekanizmasına havale edilmesini arzulayan bir anlayışı savunmuştur. Dolayısıyla bu

siyaset tarzının temel özelliği finansal hareketlerin alanını daraltan tüm ulusal ve uluslararası düzenlemeleri kaldırmak, devleti kamusal çıkar adına uyguladığı sosyal politikalardan vazgeçirtmek, sermayenin liberalizasyonunu sağlayarak kendi kendine işleyen bir piyasa mekanizmasını yaratmak ve dünyanın her yerine kademe kademe yayılarak kendisini küreselleştirmektir (Dumenil and Levy, 2009: 42-43).

## 2.6. Finansallaşma ve Neo-Liberalizm

Neo-liberalizm, 1980'lerden günümüz krizine dek uzanan ve sıklıkla “küreselleşme” olarak adlandırılan dönemin iktisadi söylemi olarak tanımlanabilir. Bu dönem özellikle 1970'lerin sonunda bir yandan ulusal ekonomilerde mali dengelerin bozulması, diğer yandan da üretim süreçlerinin kitleselleşmesi ve sermayeler arası rekabetin artışı ile şekillenmiş özellikle merkez ekonomilerde güçlü örgütlülük geleneği karşısında ücret maliyetlerinin azaltılamaması, kar oranlarında düşüş ve buna karşılık sermayenin yeni taleplerinin oluşması ile küresel bir nitelik kazanmıştır. Durgunluğun karşısında üretimin uluslararasılaşması, karlılığın azaldığı ulusal ekonomilerin dışa açılma yoluyla devletin düzenlemeci işlevinin ortadan kaldırılması, fiyat kontrollerinin yok edilmesi, ticaret engellerinin azaltılması ya da tamamen ortadan kaldırılması, özelleştirilme ile kamunun ekonomideki rolünün dönüştürülmesi, kamu harcamalarının kısıtlanması ve mali disiplinin sağlanması, enflasyonun düşürülmesi gibi uygulamalar bu sürecin temel belirleyicileri olmuştur.

Bu belirleyicilerin yapı taşlarını oluşturan ve politika uygulayıcıları tarafından vazgeçilmez olduğu iddia edilen varsayımların başında da piyasaların üstünlüğü, gelir dağılımındaki bozulmanın ve tüm eşitsizliklerin kökeninde müdahaleci devletin yarattığı ayrıcalıklı konumlar ve bu yolla elde edilen “rantlar” gelmektedir. Bu nedenle ulusal ekonomi boyutunda devletin üretimden elini çekmesi, uluslararası boyutta da tüm kısıtlamalara son verilmesi gerekir. İktisadi gelişmenin “iç talebe” dayandırılmayacağı durumda da az gelişmiş ekonomiler için tek alternatif ihracat yolu ile büyüme olarak belirlenmiştir (Voyvoda, 2009: 41).

Neoliberal politikaların 1980'ler öncesinde yapılanmaya başlamasıyla, neo-liberalizm; malların, hizmetlerin ve özellikle sermayenin global ekonomide devletlerin regülasyon ve denetime dayalı rolünün ekonomik faaliyetlerden geri çekilmesi,

özelleştirme çabaları sosyal programların engellenmesi, azaltılan vergilendirme şartları ve rekabet şartlarının değişimi olarak adlandırılabilir (Kotz, 2008: 3).

Neo-liberalizmin temelleri dönem olarak 1970'lerin sonunda ABD ve İngiltere'de köklenmeye başladı. 1970'li yıllardan sonra Avrupa'da ve gelişmekte olan ülkeler bazında yaşanan işsizlik, kar oranlarında azalma, dış ticaret olanaklarının ortadan kalkması gibi bunalım koşullarına alternatif olarak oluşturulan neoliberal kurumlar, "yapısal uyum" ve "istikrar" adı altında bir takım politikaları hayata geçirmeye başladılar. İngiltere'de Thatcher, ABD'de Reagan'ın iktidara gelmesiyle ile hayat bulan neoliberal politikalar sosyal devlet anlayışının zayıflamasına neden olurken, yeni bir yapılanmayı beraberinde getirdi. Neoliberal kurumlar verdikleri krediler karşılığında "yapısal uyum" ve "istikrar" programları ile yerel sanayi, banka ve finansal hizmetler üzerindeki yabancı sermayeye yönelik yaptırımların kaldırılmasını, uluslararası rekabete uygun olarak ücretlerin azaltılmasını, devletin sağlık, eğitim ve refaha dönük harcamalarını azaltması ve kamu işletmelerinin özelleştirilmesini sağladılar.

Savaş sonrası dönemde finansal olmayan kuruluşların sermayeleri finansal kuruluşlara oranla ekonomide daha hakimdi. Dolayısıyla ABD'de bankalar ve finansal kuruluşlar faaliyet kısıtlamaları yüzünden şikayetçiydiler. Neo-liberal akımın 1970 sonlarında hakim olan regülasyonların yıkıcı, serbest piyasaların her zaman daha iyi olduğunu vurguladı. Bu istek doğrultusunda ABD kongresinde 1980 ve 1982'de çıkarılan kanunlarla finansal sektör deregüle edildi. Finansal deregülasyon finansal sektöre bağımsızlık kazandırırken, finansallaşma sürecine zemin hazırladı. Böylece neo-liberal politikaların yeniden yapılanması finansallaşma aşamalarının gelişimine katkıda bulundu.

Nitekim neo-liberal alanda yaşanan gelişmeler finansallaşmayı beraberinde getirdi. Finansallaşmanın özellikle ABD'de çıkışının nedenleri arasında, 1920'lerde ABD finansal piyasalardaki spekülasyon ve istikrarsız bir ortamın hakim olması gösterilebilir. Neoliberal politikaların başlamasıyla birlikte finansal kurumların finansal piyasa faaliyetleri ve karları, finansal olmayan ekonomik faaliyet ve gelirlere göre artmaya başladı. Dünya ekonomisinde döviz transferleri 1973'te günlük 15 milyon dolar iken 1980'de 80 milyon dolara ve 1995'te 1,260 milyon dolara ulaştı (Orhangazi, 2008: 5). ABD'de finansal kuruluşların vergi öncesi karları tüm karların 1960'da %13.9



iken, 1970'lerde %19.4'e, 1980'lerde ufak bir düşüşle %17.2'ye daha sonra 1990'larda %23.3'e ve 2000-2006 yılları arasında ise tüm karların %36.8'ine ulaşmıştır.

Diğer yandan ulusal ve uluslararası ölçeklerde yüksek düzeyde finansallaşma birbirine bağlı iki sonuç yaratmaktadır. Sermaye üretken yatırımın düşük kar oranı vaat etmesi sebebiyle giderek finansal yatırımlara doğru kaymaktadır. Aynı zamanda bu kayış finansal geliri besleyen yüksek oranda kamu, özel firma ve hanehalkı borçlanması ile birlikte gerçekleşmektedir. Bir tarafta biriken yüksek düzeyde küresel finansal sermaye, diğer tarafta ise yüksek düzeyde borçlanma dünya ekonomisinin geleceğinin sıklığı artan finansal krizlere mahkum olma sonucunu doğurmaktadır.

Aşırı üretim krizi sermayenin finansallaşmasına, finansallaşma borçlanmaya ve borçlanma ise talebin daha da kısıtlanmasına yol açmaktadır<sup>11</sup>. Neo-liberalizm bu anlamda dünya ekonomisinin süregiden krizinin yarattığı tıkanmışlığın ifadesidir.

Neo-liberal alanda finansal sektörün rolü faaliyetlerini ve karlarını niceliksel olarak içermemektedir. Finansal kuruluşlar alanında finansal olmayan sektörlerin finansman aracılığını üstlenen kurumlar, artık finansal olmayan sektörlerdeki kuruluşların karlarını devam ettirmek için finansal işlemlerin kaynağı haline geldiler.

Neo-liberal alanda finansallaşma bundan böyle bir süreç olarak kapitalizmde yerini almıştır. Finansal sermayenin büyüyerek güç kazanması, finansallaşma ile ilgili olarak, finans kapitalin neo-liberal alanda yeniden yapılandırılmasıyla sonuçlanmıştır. Neo-liberalizm önce finans kapitalin daha sonra da finansallaşmanın zaferini göstermektedir.

### **2.6.1. Finansallaşma Paradigması**

Sweezy (1997), 1980'lerden itibaren yaşanmakta olan günümüz "neo-liberal küreselleşme" dalgası içerisinde dünya birikim sürecinin temel belirleyicilerinin (1) dünya ölçeğinde büyüme oranlarının düşmesi, (2) tekelci ya da oligopolcü çokuluslu şirketlerin dünya üretim süreçleri üzerindeki hakimiyetleri ve (3) sermaye birikiminde

---

<sup>11</sup> Buna paralel olarak harcanabilir gelirin sifıra yaklaşması, kişisel tasarrufların çöküşünün sonucudur. Kişisel tasarruflardaki azalma uzun dönem finansallaşma göstergesi olarak, finansal sistemde bireylerin bağının arttığını yansıtmakta ve dolayısıyla bireysel borçların artmasının doğal sonucu olarak talebi azaltmaktadır. Harcanabilir gelirin tasarruflar kısmı ABD'de 1970 ve 1980 başlarındaki oranı yüzde 9-10 iken, günümüze kadar azalan şekilde küçülmeye başlamış ve bu oran beklenmedik bir şekilde yüzde 0,4'lere kadar gerilemiştir.

“finansallaşma” süreci olduğuna işaret etmektedir. Birbirleri ile ilintili bu üç belirleyici altında neo-liberal dönem; üretimde sınırların kalkması, sermayenin uluslararasılaşması ve sermaye önündeki engellerin kaldırılması ile birlikte üretim süreçlerinin farklı aşamalarının değişik mekanlarda/coğrafyalarda gerçekleştiği bir dönem olarak belirlenmektedir. Böylece üretim süreci (dikey) parçalanmakta, sermayenin serbest dolaşımı altında da küresel düzeyde işbölümüne gitmek mümkün kılınmaktadır. Neo-liberal dönemde üretim süreçlerinin farklı coğrafyalara yayılabilmesi ve küresel düzeyde yeni işbölümüne gidilebilmesi de çokuluslu şirketler aracılığı ile gerçekleşmektedir. Emeğin fiziksel dolaşımı üzerindeki tüm engel ve kısıtlamalara rağmen, dünya ekonomilerinin uluslararası ticaret ve sermaye akımlarına açılma, üretim süreçlerinin parçalanıp taşeronlaşmasının sağlanması ve küresel çapta üretim ağlarının oluşması ile küresel ekonomiye eklemlenmeleri ve böylece oluşturulan küresel düzeyde “yeni işbölümü” aynı zamanda emek süreçlerinin de parçalanması ve emeğin küreselleşmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır (Voyvoda, 2009: 41).

Kapitalizmin içyapısında bulunan risk olgusu yeni teknoloji ve yeni ürünlerin sunulmasıyla kendini korumaktadır. Fakat gerçek üretici girişimler her zaman kendi bünyesinde rekabet unsurunu barındırmaktadır. Dolayısıyla sermaye her zaman riskten kurtulma yollarını aramaktadır. Risklere karşı monopol güç ya da monopol üretim kazanmanın çeşitli yollarından biridir. Ancak risk almadan sermayenin reel yatırımlardan ziyade finansal sermayeyi tercih etmesi, en kolay kazanç yolu bulması finansal saiklerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve kuruluşların yerel ve uluslararası alanda hakimiyetinin artmasının nedeni finansallaşma olgusudur. Buna göre finansallaşma finans kapitalin yeni paradigması olmaktadır.

Finans kapitalin bu yeni evrimi ve finansal piyasaların deregülasyonu ile dünya finansal sisteminin iç içe geçmesi, zamanla ülkelerin otoriteleri tarafından uyguladıkları politikaların değişimine neden oldu. Başta Asya ülkeleri olmak üzere yabancı merkez bankaları, 2000’lerin başlarından itibaren uluslararası rezervlerini ağırlıklı olarak ABD kamu borcuna yatırdılar. Böyle davranarak ABD borcunun uzun vadeli getirilerinin düşmesine yardımcı oldular. Bu nedenle Amerikan finans piyasalarında 2000-2007 arasında hüküm süren patlama koşulları ile aynı olan ülkelerin uluslararası rezervleri arasında doğrudan bir bağlantı vardır. Aynı şekilde ABD konut balonu ile (esasen Doğu Asya olmak üzere) gelişmekte olan ülkelerin 2000’lerin

başlarından itibaren oluşturdukları devasa tasarruflar arasında da doğrudan bir bağlantı vardır (Painceira, 2009).

1997-2002 yıllarını kapsayan Asya krizi ve uzantıları geçştirildikten sonra ABD'nin cari işlem açıklarının astronomik boyutlara ulaştığına yukarıda değinmiştik. Bu gelişim sonunda dünya ekonomisinin tüm ana blokları (başta Japonya olmak üzere *diğer metropol ekonomileri*, *petrol ihracatçıları* ve başta Çin olmak üzere *diğer çevre ekonomileri*) dış fazla veren konuma geçtiler; Amerikan ekonomisinin tasarruf açığını kapatma işlevini üstlendiler (Boratav, 2009: 13).

ABD (ve İngiltere) bankalarının son yirmi yılda geleneksel kredilendirme şekli endüstriyel ve ticari kuruluşlara yönelikti. Bankalar karlılığı artırmak adına teknolojik inovasyon yardımıyla yeni bir yöne doğru yol aldılar; yani bireysel krediler açmak. Bu gelişmelerin etkisiyle ortaya çıkan tablo; kredi dağılımı ve kredi riskinin sosyalliği dolayısıyla yeni araçların dalgalı finansal piyasalara girmesi ve ortaya çıkan son kriz oldu (Camacho vd., 2009: 10).

Son yıllarda üretim kapasitesinin dünya genelindeki dağılımında yapısal kaymalar olması, gelişmekte olan birçok ülkenin son dönemde ticaret fazlası vermesinin nedenlerinden biridir. Bu kayma, Doğu Asya'da ve gelişmekte olan dünyanın diğer yerlerinde emek sömürsünün son derece ağırlaşmasına neden olmuştur. Sonuç, dünya ekonomisinin yoksul ülkelerinden başta ABD olmak üzere zengin ülkelere doğru net sermaye akımında bulunmasıdır. Nihayetinde devasa 2001-2007 balonunun ortaya çıkmasına yol açan bu akımlardan en çok faydalananlar arasında Amerikan finans piyasaları yer almaktadır.

Amerika aslında, 1981'den bu yana "*a quasi world money*" (dünya rezerv parası) özelliğini kendi lehine ayrıcalıklı olarak kullanmaktadır. Emperyalist konumu itibariyle dış dünyaya karşı sınırsız açık vermesine karşın, doların hegemonyasını fırsat olarak kullanıp para basarak yatırım yapma imkanlarını devam ettirmektedir. Böylece dış dünyaya karşı vermiş olduğu (2006-2007'de cari işlemlerden yani bir yıllık ticaret ve ticaret benzeri akımlar içinden) açık 800 milyar doların üzerindedir. Hem açık verip hem de kar-faiz transfer hesabından Amerika kendine artık-ürün faydası sağlamaktadır.

Doların uluslararası rezerv para rolünü üstlenmesi nedeniyle sermaye akımları ABD'ye yönelmektedir. Üstelik ABD'nin dolar yaratabilmesi bu dönem boyunca çok

büyük ticaret açıkları vermesini mümkün kılmıştır. Özünde ABD, giderek artan ithalatını, hükümetin karşılığını dolarla ödeyeceği taahhüdüne dayanan kamu borçlanma kağıtları ihraç ederek karşılamaktadır. ABD'nin ticaret açıkları, dünya ekonomisi için bir talep kaynağı olma işlevini üstlenerek küresel büyümenin sürdürmesini de sağlamıştır. Truman (2005) ABD açıklarının 2000-2004 döneminde küresel büyümeye yıllık en az %0,3'lük bir katkı yaptığını tahmin etmektedir (Painceira, 2009).

## **BÖLÜM III**

### **FİNANSALLAŞMANIN TEORİK TEMELLERİ**

Bir önceki bölüm finansallaşmanın ampirik boyutlarına ve kapitalizmin evrimi içindeki yerine dikkat çekmiştik. Bunu yaparken finansallaşmanın teorik düzeyde çalışılmasını bu bölümde ele almayı amaçladık. Bu bölümde finansallaşmanın teorik temellerini ve varolan literatürün farklı boyutlara yaptıkları vurguları tezin altıncı bölümünde yapılmış olan ekonometrik çalışmaya temel oluşturmak amacıyla gözden geçirmeyi hedefledik. İlk olarak mali piyasalar ile finansal kurumların evrimini inceleyerek başlayan bu bölüm, bu evrimin finansallaşma ile nasıl ilişkili olduğunu betimleyecek, daha sonra bu ilişkilendirmenin teorik temellerini farklı paradigmalarda içinde açıklayacaktır.

#### **3.1. Mali Piyasalar ve Finansal Kurumların Evrimi ve Finansallaşma**

Finansal sistem kapitalist ekonomide kuruluşlar ve varlıklardan meydana gelen, para değişimlerinin ve kaynak bulmayı kolaylaştıran bir düzendir. Aynı zamanda bankacılık sistemi kapitalist finansal sistemin belkemiğini ve kapitalist ekonomide borçlanılabilen sermayenin etkisini düzenleyen sistemdir. Tarihsel olarak bankaların gelişim süreci ticari ve endüstriyel sermayenin gelişimi ile paralellik gösterir. Dolayısıyla bankacılık ticari kredi verme ve para meşguliyeti ile ilişkilendirilebilir (Painceira, 2009: 19).

Mali piyasalar tasarruf fazlasına sahip kişi ve kuruluşların ellerindeki fonları, tasarruf açığı bulunan kişi ve kurumlara aracılık eden piyasalardır. Ekonomik açıdan finansal piyasalar ulusal üretim artışında veya kalkınma hızının yükselmesinde, işletmelere kaynak tahsisinde bulunarak önemli bir görevi yerine getirirler. Finansal kurumlar ise mali piyasalarda, aracılık görevini üstlenen kuruluşlardır.

Mali piyasalar ve finansal kurumların gelişmesi sermayedarlar açısından borçlanma yöntemi ile risksiz sermaye tedarik kaynağı olarak görülürken, aynı zamanda emekçiler ya da düşük gelirli taraflardan da kredi kaynağı olarak kullanılır. Finans kesiminin sağladığı krediler, ürün piyasasında talebin canlı tutulmasında rol

oynadığından, reel sektöre de avantaj sağlar. Bu yolla sermaye sahipleri bir bakıma emek sömürüsü üzerinden sağlamış oldukları kaynakları, faiz adı altında ek gelir sağlayacak biçimde emekçilere borç olarak aktararak, hem ürünlerine piyasa yaratmış hem de faiz adı altında ek gelir sağlamış olurlar. Ancak finansal kesim de işleyiş dinamikleri doğrultusunda, reel sektörde olduğu gibi, sistemi tıkanıklığa götürmeye mahkûmdur. Şöyle ki; emekçi kesime sağlanan kredi gelecekte elde edilecek olan gelirler üzerine faiz yükü bindirerek ve tüketimi arttırarak ilk anda piyasaların hareketlenmesine neden olur. Fakat daha sonra hareketlilik yerini uzun dönemde durgunluğa bırakır. Diğer yandan bu süreç yoluyla sermaye sahiplerinin elde ettiği gelir de, finans kesiminin reel kesimden daha hızlı büyümesine yol açar. Finans kesiminin bu şekilde büyümesi ise finansallaşma ile ilişkilendirilebilir.

Emek ve sermaye gelirlerinin sermaye lehine farklılaşması sonucunda sermaye sahipleri tarafından tasarruf edilen fonların önemli bir bölümünün kısmen yeni iş alanı oluşturma, kısmen de *faaliyet dışı gelir sağlama* amacıyla getiri oranı reel sektöre göre daha yüksek olan finans kesimine kaydırılması, XVI. yüzyılda Avrupa’da ortaya çıkmış olan finansal kesimin günümüzde daha da gelişerek ekonomide başat konumuna gelmesine yol açmıştır (Neal, 1993: 2-5). Finansallaşma sürecinin incelenmesi finansal kurumlar ve finansal piyasalar açısından bu şekilde bağıntılandırılabilir.

Hilferding (1910)’in ekonomi politik analizine göre finansallaşma özünde endüstriyel-ticari kapital, bankalar ve çalışanlar arasındaki değişimi işaret etmektedir. Özellikle endüstriyel ve ticari kurumların bankalarla olan ilişkilerinin azalması sonucunda finansal kurumlarda rol değişimi yaşandığı ileri sürülmektedir. Yirmi dört saat açık olan piyasalar finansal akışkanlığı daha özgür hale getirmiştir. Sonuç olarak finansal kurumlar özellikle bankalar bireysel gelirlere el koyarak kendi lehine kar kaynağı yaratması, uygulanan operasyonlarında farklı stratejiler geliştirmeye zorladı. Finansal sistem içerisine zamanla müdahil edilen kişisel gelirler, ücretliler ve çalışanlar finansal sistemin bir parçası haline geldiler.

### **3.2. Finansallaşmanın Sonuçları: Azalan Kar Hadleri**

Toplum düzenine göre üretimin devamlı olması gerekir. Tüketim ve üretimi birbirinden ayırmak söz konusu olamaz. O halde tüketim olması için üretim vazgeçilmez bir unsurdur. Üretimin devam etmesi için ise “yeniden üretim” ve bunu

sağlayan koşulların olması gerekir. Tüketilen payların yerine yeni malların konulmasında ise üretim araçlarının yeniden üretimini gerektirir. Kapitalist üretim biçimine göre üretim araçlarının yeniden üretime konulması için aynı miktar girdi gerekliyse, üretimin kendini sürekli genişleten bir değer olarak devam ettirmesi artı-değerin artmasıyla mümkün olabilir. Bu genişleme birikim kavramını beraberinde getirmektedir. Artı-değerin sermaye olarak kullanılmasını ve tekrar sermayeye dönüştürülmesini ise Marx “sermaye birikimi” olarak adlandırır (Marx, Cilt I: 1867: 553). Marx’a göre birikimin ilk koşulu, kapitalistin elinde bulunan metaları satabilmesi ve sonradan bu paranın büyük kısmını sermayeye dönüştürmesidir. Birikim sürecinde kapitalist, elindeki metaları elden çıkarmayı ve bununla yeniden sermaye üretmeyi başarıyorsa, sorun yok demektir. Fakat kapitalist ekonomide üretilen metaların sürekli elden çıkarılması ya da talep edilmesi söz konusu değildir.

O halde kapitalist bir ekonomide planlı üretim şekli yoktur denilebilir. Üretimin planlı olmaması sistemde sürekli sapmalara yol açacaktır. Şöyle ki; fiyat dalgalanmaları (günden güne), karlardaki dalgalanmalar (artış ya da azalış), sermayenin sürekli yer değiştirmesi ve son olarak aşırı üretim bunalımları beraberinde getirmektedir. Schumpeter’e göre;

“Esas itibariyle kapitalist ekonomi statik değildir ve olamaz, düzenli bir gelişmede göstermemektedir. Tersine bu ekonomi kendi içinden yeni mallar, yeni üretim metotları ya da ticari imkânlar sayesinde devamlı olarak yenilenmekte, hareket halinde tutulmaktadır. Mevcut bütün sistem, iş hayatının bütün şartları bir değişme içindedir” (Schumpeter, 1942: 61).

Luksemburg’a göre; dinamik yapıya sahip olan kapitalist sistem, yeni üretim metodu olan makineleşme süreciyle ortaya çıkan seri üretim aracılığıyla işgücünü zayıflatmakta, üretimi arttırmaktadır. Üretimin artması ile birlikte bir arz fazlası yığını oluşmaktadır. Kapitaliste göre bu fazla satılmak zorunda ve bu yolla ancak sermaye birikimi oluşabilmektedir. Oysa sermaye biriktirebilmek için, bu artık üretimin değişim mekanizması aracılığıyla daha çok artı-değer getirmek üzere devreye sokulması gerekmektedir. Piyasada efektif talep yetersizliği yüzünden satılamayan artık üretim içinde, *geçimlik tüketim malları* ve kullanılmış olan üretim araçlarını yenileyecek üretim araçlarının yanı sıra, sermaye dönüştürülmeyi bekleyen ve artı-değere karşılık

gelen bir mal yığını vardır. Ancak bu artık parçaların değişimin kurallarına tabii olmasıyla sermaye birikimi gerçekleşebilir (Luksemburg, 1913).

Sürekli değişim trendi içinde olan kapitalizm, artık değer oranının azalması sonucu kapitalisti zor durumda bırakmaktadır. Her geçen gün yeni üretim metotları, kullanılan teknolojik yeniliklere ayak uydurmak zorunda kalan kapitalist, belirli bir süreden sonra rekabetin artması ve yeni rakiplerin ortaya çıkmasıyla sermaye birikimi sekteye uğrayacaktır. Kar oranlarında bu düşüş, sermaye birikimini zayıflatırken, aynı zamanda iflasa kadar götürebilir. Dolayısıyla tek bir seçenek kalmaktadır; o da sermayenin finansal piyasalara yönelerek finansallaşması.

Ekonomi politik sermayeyi “artı-değer üretiminde tekrar kullanılan biriktirilmiş zenginlik (dönüştürülmüş artı-değer ya da gelir) olarak, kapitalisti ise artı-değerin sahibi” diye tanımlar (Marx, I. Cilt: 1867: 561). Marx’ın kuramındaki artı-değer oranı her şeyden önce emek-gücünün sömürülme derecesine bağlıdır. Emek-gücü ne kadar büyük oranda sömürülürse, artı-değer o kadar büyük olacaktır. Dolayısıyla kapitalist gücüne güç katacak, sermaye birikimini hızlandıracaktır. Fakat yukarıda sözünü ettiğimiz üzere kapitalizmin dinamik yapısı buna her zaman müsaade etmemektedir. Bu konuyu bir sonraki finansal yenilikler konusunda daha geniş açıdan değerlendireceğiz.

Marx’a göre birikim ya da yeniden üretim bir kutupta kapitalistleri büyütürken, diğer kutupta ücretli işçileri yeniden üretir. Sermayenin kendini genişletmesi için sermaye ile durmadan kaynaşmak zorunda kalan ve sermayeden kopup ayrılması olanaksız bulunan, sermayeye köleliği, yalnızca kendisini sattığı bireysel kapitalistlerin başka olmalarıyla gözlerden saklanan bu emek-gücü kitlesinin yeniden üretimi, aslında sermayenin kendisinin yeniden-üretimine kökü ve esasıdır (Marx, I. Cilt: 1867: 586).

Küreselleşme sürecinin başladığı 1980’li yıllar üretimin Asya’ya kayması, Keynesci talep destekleyici ekonomi politikalarının ve refah devletinin, ücret paylarını arttırırken kar oranlarında azalmaya yol açmıştır. Orhangazi (2008)’nin yaptığı analizde; ileri kapitalist ülkelerde kar oranlarında 1960’ların sonundan 1980’lere kadar bir azalma trendi gözlenmiştir. Kar oranları bu dönemde %16-17 seviyelerinden dramatik olarak %10'lara kadar düşmüştür. Bu süreçte uluslararası rekabetin artması da



etkili olmuştur. Kar oranlarında azalmanın yaşandığı bu süreci kar payları ile üretkenlikteki azalmanın da desteklediği düşünülmektedir. 1980'lerden sonra kar oranlarında bir toparlanma gözlenirse de başlangıçtaki azalmanın yarısından daha azı telafi edilebilmiştir.

Finans artı değer yaratıldığı değil, paylaşıldığı bir sektördür. Ortalama kar oranları düşerken, finans kapitalin paylarının tırmanması, krize yol açan ana gerilimlerden biri oldu. Bu gerilimin çözümü için iki kanal oluştu: Birincisi ücretlerin artma eğilimini frenlerken tüketimi gelirlerden bağımsız olarak artırmak. Böylece hem kar oranlarının aşınması frenlenecek; hem de reel sektörler için talep sorununun doğması ertelenecekti. Bu çözüm hanehalkları aşırı borçlandırılarak (ve finansal sisteme yeni bir ivme de sağlayarak) gerçekleştirildi. Emeklilik fonlarının ekonomik büyümenin üstünde bir tempoyla yükselen borsaya (hisse sentlerine, tahvillere) kanalize edilmesi ve konut değerlerindeki artış, emekçi sınıfların borçlanmasını sağlayan ana kaynakları oluşturdu. Farklı bir ifadeyle, “kağıttan servet artışları”, tüketim eğilimini yukarı çeken; hanehalklarının ortalama tasarruf oranlarını sıfıra yaklaştıran bir rol oynadı (Boratav, 2009: 10).

Gelişmiş ülke ekonomilerinde dönemsel olarak görülen durgunluklar, iktisat kuramında *Azalan Kar Haddi* olarak bilinen ekonomik olgudan kaynaklanmakta, yatırım miktarı arttıkça kar oranı azalmakta, bu durumda ekonomik büyüme ve sermaye birikimi sınırlanmaktadır (Minsky, 1982: 172).

Kar oranlarının azalmasıyla düşen getiriler finansal sermayeyi reel üretimden çıkarıp kendine yeni kaynaklar yaratmaya itmiştir. Küreselleşme sürecinin temel dinamiğinin büyük ülkelerde sermayenin karşı karşıya kaldığı azalan kar oranları için çözümü kaçınılmaz hale getirdi. Devletin ekonomiye müdahalesinin yoğun olduğu dönem (Keynes Dönemi) ve 1980 sonrası finansal faaliyetlerin serbestleşmesi (liberalizasyon) dolayısıyla artması kısacası finansallaşma dönemi diye adlandırılan dönem olarak ikiye ayırabiliriz. Finansallaşmanın temel yapı taşı olan finansal piyasa ve işlemlerindeki bu artışı kapitalist sistemde sermaye birikimi ve ABD'nin finansallaşma olgusunun mimarı olarak ekonomi açısından tarihsel olarak incelemekte fayda vardır.

### 3.3. Marxgil İktisat Teorisinde Finansallaşma Kavramı

Birikimin üretimde güç kaynağı oluşturması ve rekabette öne geçmesi, büyüklüğü ile ilişkilendirilir. Rekabet birbirine düşman sermayelerin sayılarıyla doğru, büyüklükleri ile ters orantılıdır. Savaş, küçük kapitalistlerin sermayelerinin büyük kapitalistlerin eline geçmesi veya küçüklerin yok olması ile sona erer. İşte burada Marx'a göre kapitalist üretim ile birlikte yeni bir güç sahneye çıkar. O da "kredi sistemi"dir.

Kapitalist ürettiği metalleri satar, bu metallerin artı-değerini metalleri sattıkça biriktirir, artı-değerin paraya çevrilmesiyle kendisine potansiyel para-sermaye oluşturur. Bu potansiyel sermayeler bir süre için dolaşımdan çekilir ve üretimden yoksun kalır. Marx'a göre; birikim sermayesi bankaların ya da finansal kurumların ellerinde yoğunlaşarak, artık gerçekte pasif olmaktan çıkıp "borç verilebilir sermaye", para-sermaye haline gelmesinden duyulan zevk anlaşılır bir şeydir (Marx, Cilt II: 1885: 438). Bu noktada finansallaşma alanına Marxgil iktisat açısından gireriz.

Bankalar ya da finansal kurumlar bu işlevi yürütmek için, sahiplerinin ellerinde işsiz duran bütün paraları elverdiğince toparlayıp odaklaştırmak ve de sonra üretken kesime ödünç diye vermek zorundadır. Bunları yaparken ellerindeki mevduatlara faiz vermek ve mevduat toplayan şubeler açmak zorundadırlar. Bankaların böylece merkez dışına doğru açılması -ki bu ekonomik değil, coğrafi bir anlam taşımaktadır- onları atıl parayı üretken kesime aktarma işlevlerinin doğasında yatmaktadır (Hilferding, 1910: 145). "Kredi sistemi" ilk başlarda birikime yardımcı bir unsur olarak sahneye çıkan bu sistem aslında büyük ya da küçük miktarlar halinde toplum yüzeyine dağılmış bulunan para kaynaklarını, görünmeyen iplerle tek ya da ortaklık halindeki kapitalistlerin ellerine çeker; ama çok geçmeden rekabet savaşında yeni ve müthiş bir silah halini alır ve en sonunda sermayenin merkezileşmesi için dev bir toplumsal mekanizmaya dönüşür (Marx, I. Cilt: 1867: 597).

Sermayenin merkezileşmesi ile birikim tek çatı altında toplanır, bireysel sermayeleri parçalar ve bu sisteme katar, anonim ortaklıklar da işte buradan doğar. Fakat bireysel sermayelerin bir araya gelmesini beklemek ve yatırıma dönüştürmek ütopya olur. Marx'a göre merkezileşmenin önemi burada ortaya çıkar. "Eğer dünya, demiryollarının yapımına yetecek kadar bireysel sermayelerin bir araya toplanmasını

bekleseydi, bugün bile bu araçtan yoksun kalırdı. Oysa merkezileşme, bunu anonim şirketlerin aracılığı ile göz açıp kapayıncaya kadar başarmıştır” (Marx, I. Cilt: 1867: 599).

Marx’a göre sermayeleri biraraya getirme özelliği açısından, anonim şirketle bankanın işlevleri birbirine pek benziyor. Yalnız aradaki fark şu: bankalarda toplanmış sermaye başlangıçta nasıl parasal sermaye olarak birikti ise, yine aynı şeklini korur ve biriktikçe üretim için kredi olarak hazır tutulur. Buna karşılık anonim şirketlerde, atomlaştırılmış, parça parça duran parasal sermaye *fiktif* sermaye şeklinde birleşmektedir. Ama büyük sermayenin ancak kesirleri olan küçük sermayelerin biraraya getirilmesini küçük kapitalistler biraraya geliyor şeklinde anlamamak gerekir. Bu küçük paylar dev kapitalistlere de ait olabilir. Küçük kapitalistlerin ufak sermayelerini biraraya getiren anonim şirket değil, daha çok bankadır (Hilferding, 1910: 198).

Marxist açıdan bakıldığında, şirketlerin bankalarla kurdukları ilişkiler, sermaye birikiminin, kar ve artı-değer mekanizması bağımlılığı finansallaşmanın en önemli boyutuna işaret etmektedir. Sermaye birikimini kolaylaştıran bir unsur olarak finansallaşma ön plana çıkmaktadır. Bunun sermaye birikimi çoğaltmasının kontrolden çıkacak düzeylere ulaşması durumunda ise krizler baş gösterir. Çoğunlukla finansal kriz olarak ortaya çıkan dengesizlikler, kısa sürede ekonominin temellerini etkilemeye başlar. Daha detaylandırılarak çalışılması gereken bu süreci bir sonraki bölümde ele alacağız.

Lukseburg’a göre kapitalist üretimin tam anlamıyla gelişebilmesi tüm diyar ve iklimlere tam anlamıyla girebilmesini gerektirdiğinden, sadece beyaz işgücüyü yetinebilen ılıman bölgelerin doğal kaynakları ve üretim güçleri ile sınırlanması düşünülemez. Sermaye, beyaz işgücünün çalışamayacağı ülkeleri sömürebilmek için diğer ırklara gerek duyar. Dünya üzerindeki tüm üretim güçlerini kullanabilmek için, dünya işgücünün hiçbir sınırlama olmadan seferber edebilmelidir ve bunu, artı-değer üretme sisteminin zorunlu kıldığı sınırlara kadar götürebilmelidir (Lukseburg, 1913: 277).

İşte bu noktada neo-liberalizm ve finansallaşma arasında ilişki kurabiliriz. Şöyle ki; ticaretin ve finansın serbestleşmesi, sınır ötesi hareketliliği beraberinde

getirmektedir. Sermaye sınır dışına yayıldıkça kendine daha önce sahip olmadığı oranda kar kaynağı yaratabilmektedir. Başta bunu üretimle yapmayı denemektir. Rekabete ve teknolojiye yenik düşen kapitalist kendine farklı bir çıkış yolu aramaktadır. Finansal piyasalardaki spekülasyon hareketlerinden kaynaklanan volatile piyasalar bazen kapitalist açısından karla sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla kapitaliste finansal piyasalarda de-regülasyon sayesinde tanınan bu fırsat vazgeçilmez hale gelmektedir.

Büyük Bunalım sonrası Keynes'le gelen büyüme ve refah sürecinin sonunu hazırlayan etkenlerden biri de şirket büyümeleri idi. Hızla büyüyen şirketler artık istedikleri karları elde edemez duruma geldiler. Kapitalizm doğası gereği yeniden üretmek ve kar etmek zorundadır. Dolayısıyla geriye tek seçenek kalmıştı; uluslararası finans piyasalarının deregüle edilmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi. Buna göre piyasalar üzerindeki kısıtlama kaldırıldığında, uluslararası şirketler yatırım olanaklarını başka ülkelerde kullanacaklar, finansın serbestleştirilmesiyle de sermaye önündeki engellerin kalkması, uluslararası arenada finansal piyasaların hacmini artırarak ekonomide yeniden canlanma sağlanacaktı. Fakat bu beklenti her zaman olumlu sonuç vermemektedir. Daha önce değindiğimiz gibi sürekli aksamalara maruz kalan kapitalist sistem, krizlerle mücadele etmeye devam edecektir.

Sistemin aksaması ve krizi tetikleyen etken Marx'ın sıklıkla söz ettiği sermayenin kendi içindeki dinamiklerdi. Marx'ın kriz teorisine göre, sermaye birikim sürecinde kapitalist rekabet koşullarında sermayenin organik bileşiminin zorunlu olarak yükseltilmesi, kar oranının düşme eğilimini beraber getirecektir. Yaşam için artı-değerin (*surplus value*) önemi büyüktür. Artı-değeri yüksek tutmak için teknolojik gelişmeler ile sermayenin organik bileşimindeki değişme veya reel ücret düşüşleri olabileceği gibi, kamu harcamalarındaki artış ve dış ticaret de artı değer oranının düşüşünü azaltan yapıda olabilir.

Keynes'in tüketim yetersizliğine yaptığı vurgunun bir benzerini Marx kar oranlarının azalması şeklinde ifade etmektedir. Marx'a göre, artı değer oranı ya da emeğin sermaye tarafından sömürülme yoğunluğu aynı kaldığı sürece, değişmeyen sermayenin değişen sermayeye (emek) göre büyümesi zorunlu olarak genel kar oranında bir düşmeye yol açar. Kapitalist üretimin gelişmesi ile birlikte, değişen sermayede değişmeyen sermayeye oranla bir azalma kapitalist üretimin bir yasasıdır.

Marx ve Keynes, farklı yaklaşımlara sahip olmakla birlikte, kapitalist ekonomik sistemin, içsel dinamiklerinden kaynaklanan dalgalanmalara ve dengesizliklere dikkat çekmişlerdir. Marx ve Keynes eksik istihdamın kapitalizmin normal bir sonucu olduğuna inanıyorlardı. Bu iki sistemin temel özelliği yatırımların çekiciliğinin düşmesidir. Keynes'in modelindeki sermayenin marjinal etkinliği kavramı Marx'ın kar oranı kavramına karşılık gelmektedir. İki modelde artan gelirin tüketimi baskı altına alması önemlidir. Keynes'deki sermayenin marjinal etkinliğinin azalması, Marx'ta kar oranlarındaki düşüşe karşılık gelir. Buna bağlı olarak Keynes'in ülkeler zenginleştikçe tüketim oranındaki düşmenin talep sorununa yol açacağı görüşü ile Marx'ın üretimdeki sermaye mallarının payı arttıkça, emekten elde edilen artı-değerin azalacağı ve bunun kaçınılmaz olarak bir talep sorununa yol açacağı görüşü benzerlik göstermektedir.

### **3.4. Finansallaşmanın Yaygınlaşmasının Araçları: Finansal Yenilikler**

Schumpeter'e göre, kapitalizmin çıkış noktası değişimdir. Sosyal kurumlar doğar, gelişir ve yok olduğu bir tarihsel bir zamana dayanır. Schumpeter'in bu değişim dinamiğinin temelinde kapitalist gelişmeye içsel olan inovasyon vardır. İnovasyon mevcut kaynakların yeni bileşimler olarak sunulması biçiminde tanımlanmaktadır (Schumpeter, 1934: 66).

Finansal inovasyon geliştirmekte olan piyasa ekonomilerinde finansal sektör gelişimi ile birlikte yüksek ve istikrarlı büyüme yakalamak için gereklidir. Finansal inovasyon; finansal teknoloji, kurum ve piyasaların yanı sıra yeni finansal enstrümanlar yaratıp daha sonra yaygınlaştırmak olarak tanımlanabilir (Mishra, 2008: 1). Finansal inovasyon teknolojik gelişmeler ile bilgi girişini kolaylaştıran, ticaret, yeni finansal enstrümanların ve servislerin gelişimi, yeni organizasyon şekilleri, çok gelişmiş ve mükemmel finansal piyasalar gibi kavramları içermektedir.

Finansal inovasyon kavramı finansal piyasaları etkileyen değişimleri ve gelişmeleri ifade eder. Dar anlamda finansal inovasyon, yalnızca piyasaya yeni finansal araçların girişini ifade etmek için kullanılabilir. Daha geniş anlamda ise finansal inovasyon kavramı piyasaların yapısından ve derinliğinde, finansal kurumların rolü ve faaliyet alanında ve finansal hizmetlerin sağlanma biçimlerinde meydana gelen değişiklikleri de içine alır. Horne (1985)'a göre finansal yenilik, finansal aracılığın

etkin olmaması ve/veya finansal piyasaların tam olmaması sonucunda ortaya çıkan kar fırsatlarından yararlanmak amacıyla meydana getirilen ürün ya da süreçlerdir.

Frame ve White (2004) finansal yeniliklerin; maliyetleri düşüren riskleri azaltan veya katılımcıların taleplerini daha iyi tatmin eden, geliştirilmiş ürün-hizmet-araç sağlayan yenilikleri temsil ettiğini ifade etmektedir. Bu doğrultuda finansal yenilikler, *yeni ürünler* (örneğin değişken oranlı ipotekler ve borsa yatırım fonları); *yeni hizmetler* (çevrimiçi menkul ticareti –online securities trading- ve internet bankacılığı), *yeni üretim süreçleri* (menkul kıymetlerin elektronik olarak kaydı tutma ve kredi derecelendirme) veya *yeni organizasyon şekilleri* (spekülatif amaçlı menkul kıymetler için yeni bir elektronik değişim türü ve sadece internet üzerinden bankacılık –internet only banking) olarak gruplandırılmaktadır.

İnovasyonları gerçekleştirenler girişimcilerdir. Girişimci, yeni ürünler peşinde koşan, firmanın yönetiminde yeni arayışlar içinde olan yeni piyasalar keşfeden bir kişidir. Girişimcinin rolü, bir buluşu ya da genel olarak hiç kullanılmamış bir teknik olanağı kullanarak üretim sistemini yenilemesi ve düzeltilmesidir (Schumpeter, 1942: 202). Schumpeter'in girişimcileri belirli bir sınıftan gelmezler onlar yetenekli bir azınlığı oluştururlar (Heilbroner, 2003: 266). Bu elit insan tipi kendi içinde de yetenek farklılıkları gösterir. Teknolojik gelişimi sağlayan ajanların içinde farklılaşması teknolojik çeşitliliğin ve evrimci gelişimin motorunu oluşturmaktadır. Girişimciyi harekete geçiren güdü ise kârdır. Kar, inovasyon yapmanın getirisidir ve girişimciler tarafından elde edilir. İnovasyonun ortaya çıkmasında banka kredisi merkezi bir rol oynar. Yaratıcı girişimcinin yanında risk üstlenici banker de ekonomik gelişmenin en önemli ögesidir (Hanusch ve Pyka, 2007: 282). Girişimci ile banker arasında kopmaz bir birliktelik vardır. Schumpeter'e göre kapitalist bir ekonominin içsel değişim dinamikleri inovasyon (neden), girişimci (özne) ve banka kredisi (araç) olmaktadır (Gürkan, 2007: 254).

Schumpeter kapitalist ekonomiyi, bitmek bilmeyen bir “yaratıcı yıkım” süreci olarak tanımlamaktadır. Kapitalist sistemdeki her firma yeni bir tasarım, maliyet azaltıcı çaba, yeni bir ürün, yeni girdilerin bulunması, yeni üretim yöntemlerinin geliştirilmesi yollarıyla piyasa payını artırmaya ve hakim konuma geçmeye çalışır. Ancak her yaratıcılık kendisinden önceki tekelleri de yıkmaktadır.

“... örneğin 1760–1940 yılları arasında bir işçinin bütçesi yalnızca çeşit ve mal bakımından büyümemiş, ama aynı zamanda da kalite bakımından durmadan değişimlere uğramış, yükselmiştir. Aynı şekilde tipik bir çiftliğin üretken mekanizması tarım aletlerinden, şekillerine kadar çağdaş makine tarımına ulaşmıştır; metal endüstrisinde üretken mekanizmanın odun kömürü fırınından, yüksek fırına kadar bir değişim olmuş; enerji sektöründe su değirmeni yerini modern türbinlere bırakmış, ulaştırma tarihinde posta arabalarının yerini uçaklar almışlardır. Yeni milli pazarların ya da dış piyasaların açılması; el sanatları atölyelerinden, yoğun ve büyük işletmelere geçiş (U.S. Steel gibi), kapitalist sistemi durmadan, yorulmadan içinden bir ihtilal, yenileme havasında tutmakta; bütün bu elemanlar, gene devamlı olarak eski faktörleri yok etmekte, yenilerini yaratmaktadır. Bu “yaratıcı yıkım gelişimi” kapitalizmin esas temelidir, ister istemez her kapitalist teşebbüs er geç bu gelişime uymak zorundadır” (Schumpeter, 1942: 137-138).

Schumpeter 1942 yılında yazdığı “*Capitalism, Socialism and Democracy*” adlı eserinde inovasyonun kaynağının artık büyük firmalar ve bunların ar-ge laboratuvarları olduğunu belirtmiştir. Girişimciliğin önemi azalmış, bu büyük firma örgütlenmelerinde teknolojik yenilik bir alışkanlık haline gelmiştir (Schumpeter, 1942: 203). Bu durumda yaratıcı yıkım sürecinin yerini *yaratıcı birikim* (creative accumulation) sürecinin aldığı öne sürülmektedir (Malerba, 2004: 22).

Ayrıca Schumpeter’e göre kapitalizm, inovasyonlara ve bu inovasyonların sağladığı kar olanakları üzerine inşa edilmiş bir dinamizme sahiptir. Firmalar aralarında kıyasıya teknolojik rekabet içindedirler ve bunun asıl itici gücü, tekelci yüksek karların varlığıdır. Bu olduğu sürece, teknolojik gelişme ve sonucunda da büyüyen bir ekonomi oluşacaktır.

Teknoloji alanındaki gelişmeler fakat aynı zamanda işsizliğin artmasına da sebep olmuştur. Süreksiz emek (casual labor) ortaya çıkmış kadınların işgücüne katılımlarının artmasına ve çalışma düzenlerinde bir takım değişiklikler olmasına sebep olmuştur. Parça başı üretim, homeoffice çalışma sistemi gelişmiş ve insanların çalışma sürelerinde belirgin artışlar görülmüştür. Toplam kalite uygulamaları neticesinde şirket içi tüm işlemler tanımlanmış, görev, yetki ve sorumluluklar yazılı ve süreç haline getirilmiş ve çalışanların yaptıkları iş hakkında fikir ileri sürmelerinin önüne ket vurulmuştur. Bunu anlayan bazı büyük şirketler öğrenen organizasyonlar

(learning organizations) gibi çalışma grupları oluşturmuş ve çalışanların işe katılımı teşvik edilmiştir. Neticesinde çalışma temposu ve iş hayatından duyulan memnuniyetsizlik artmıştır (Lapavitsas, 2009).

Kapitalist sistemin vazgeçilmez unsuru olan inovasyonlar sadece firmaların üretim süreçlerinde rastlanılan bir durum olarak görülmemelidir. Finansallaşma dönemi ile birlikte finansal piyasaların öneminin artması, inovasyonların finansal alanda finansal yenilikler veya finansal ürünler ile bu değişime ayak uydurmak durumunda kalmıştır.

Finansal inovasyon, piyasa taraftarlarının yüksek karlar edinmek için yeni yol arayışıyla ortaya çıkmıştır. İnovasyonun amacı farklı servisler ile (krediler, mevduatlar, fon birimleri, paylar, risk yönetimi için türevler vs.) finansal sistemi ucuzlatmak, müşterilere daha iyi hizmet sunmak ve kaliteyi artırarak gelişen piyasalarda sürdürülebilir büyüme yaratmaktır. Para otoriteleri piyasa ortaklarının operasyonlarını kısıtlayınca (ticari bankalar, finansal kurumlar, ekonomik kuruluşlar, emeklilik fonları ve diğerleri), yeni finansal enstrümanlar piyasalara sürüldü.

Finansal inovasyonlardan biri regülasyondaki yasal boşluğu kullanarak, banka olmayan kuruluşların banka operasyonlarına girmesi ve bu sürecin bir parçası olarak finansal faaliyetlerde FOİ'lerin katılımının artmasıdır. 1970'li yılların sonlarına doğru inovasyonlar regülatör otoritelerinin tolerans göstermesiyle "karma" (hybrid) finansal kuruluşlara öncülük etmiştir. Örneğin geleneksel bankacılıktan farklı olarak gelişen para piyasası yatırım fonları mevduat kabul eder fakat kredi vermez ya da mortgage şirketleri kredi verebilir fakat mevduat kabul etmez. Birçok FOİ'ler birbirine bağlı finansal kuruluş yaratarak bu ortamdan avantaj sağlamışlardır (Orhangazi, 2008: 32).

Fakat Boratav (2009)'a göre; finansal serbestleşmeyi hızla izleyen "finansal yenilikler" in aslında, bir kumarhane ekonomisinin araçlarıyla benzerlik taşıdığı fark edilmiştir. Milli gelir hesaplarında finans "hizmet yaratan" bir sektör olarak ele alınır. 2007-2008 yıllarındaki çalkantılar açık-seçik ortaya koydu ki, finansal sistemin önemli bölümleri, örneğin türev piyasaları kumar-benzeri "*yararsız finans*"tan oluşmaktadır. Şu farkla ki, ortada "bir kazanan, bir de kaybeden içeren sıfır toplamlı bir oyun" yoktur. Olağanüstü borçlanmalara dayanarak gelişmiş olan bu piyasalar kriz ortamına girildikten sonra sadece kaybedenlere değil, çevrelerine de zarar vermişler; finansal



sistemin tümüyle çöküntüye sürüklenmesini hızlandırmışlar; ekonominin bunalıma sürüklenmesine katkı yapmışlardır (Boratav, 2009: 12).

### 3.5. Endüstriyel Sermaye – Finans Sermayesi ve Değişim

Yukarıda 1970’lerden itibaren uluslararası hareketlerin ivme kazandığı vurgulanmıştı. 1960’lı yılların sonunda ABD’deki şirket birleşmeleri, sınır ötesi özellik kazanmıştır. Şirketlerin çokuluslu karakter kazanmaları ve hacim olarak büyümeleri bu kuruluşların sınır ötesi hareketleri ile artan finansman ihtiyacı finans piyasasını da içine alarak büyümeye devam etti. Artan finansman ihtiyacı ile ABD ticari bankaları bu dalganın içine girdi ve kısa-uzun dönemli finansman kaynağı oldu. Fakat ABD bu durum karşısında sessiz kalmadı ve daha önce değindiğimiz üzere “*Faiz Eşitleme Vergisi*” adı altında dolara bir kısıtlama getirerek fonların sınır ötesi hareketlerini durdurmayı amaçladı. Bu hareketliliği ve talebi gören bankalar ise, çareyi sınırları dışında şubeler açarak sağlamaya çalıştılar. Endüstriyel firmaların ulusal limitlerini aşması ve sınır ötesi hareketlerinin yoğunlaşması ile ekonomi teorileri alanı buna büyüme, istikrar, istihdam ve karlılık için kısıtlama getirilmesi taraftarıydı. Buna rağmen büyük endüstriyel firmalar yeni piyasalara girmek için güçlü bir etki yaratarak bu regülasyon kısıtlamalarından kurtulmayı başardı.

Yaşanan bu gelişmeler altında finans sektörünün önemini artıran deregülasyon ve liberalizasyon hareketleri, FOİ’lerin bu değişikliklerden yarar sağlamasına ve daha ucuza fon edinmesine yardımcı oldu. Finansal kuruluşların artan gücünün 1970’lerde yaşanan petrol krizi sonrası döneme denk geldiği ileri sürülmektedir. Petrol krizi ile artan petrol fiyatlarından dolayı, petrol üreten ülkelerin ellerinde yüklü miktarda fon birikti. Bu ülkeler ellerinde biriken petro-dolarları New York ve Avrupa bankalarında değerlendirmeye başladılar. Büyük fonların bankaların eline geçmesi ile karlı yatırım gerekliliği ortaya çıktı. Finansal hareketlilik artık dünya reel mal ticaretini finanse eden bir fonksiyondan çıkmış fiziksel sermayenin ve reel üretimin yatırımlarının finansmanı özelliğini yitirmiştir.

Sermayenin herhangi bir kısıtla karşılaşmadan uluslararası akışkanlığını daha da artırmasına imkan veren önemli gelişmelerden biri, OPEC ülkelerinin 1973 yılında petrol fiyatlarını artırmaları ile ulus ötesi bankaların daha önceki yıllarda görülmeyen oranda büyük bir sermaye akışına aracı olmalarıdır. Petrol fiyatlarının artması ile

birlikte petrol ihraç eden ülkeler ise banka fonlarına bağlı hale geldiler. Bunun bir sonucu olarak 1976-1980 arası dönemde uluslararası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür (Akdiş, 2000). Bankalar ve reel sektör arasındaki işbirliğinin doğası kapitalizmin temel hareket gücünü araştıran literatürde önemli bir yer tutmaktadır.

Örneğin Hilferding endüstri kapitali ile banka kapitali arasındaki ortaklıkta, banka kapitalinin yani finans kapitalin daha önemli olduğunu vurgular. Ona göre kapitalizmde ekonomik hayat büyük bankaların yönettiği ve gitgide bu yönetimlerin sıkılaşacağı bir süreç içindedir. Bunu şöyle anlatır: bankacılığın gelişmesi ile bankalarla endüstri arasındaki ilişkilerin sıkılaşması ile bir yandan bankalar arasındaki rekabet ortadan kalkarken öte yandan da kapital, para kapitali şeklinde merkezileşecek ve ancak bankalar aracılığı ile verimli alanlara açılacaktır. Son tahlilde bu eğilim, bütün kapitalin bir banka ya da banka grubunun elinde olması sonucuna varacaktır. Toplumun üretimi bundan böyle bu “merkez banka” tarafından kontrol edilebilecektir (Hilferding, 1910: 351).

Orhangazi (2008)'nin ABD’de bulunan firmalar için yaptığı analizde endüstriyel sermaye ile finansal sermayenin iç içe geçip son zamanlarda endüstriyel sermayede gözlenen kar oranlarında düşüşün finansal piyasalar aracılığı ile finans sermayesi sayesinde tekrar kazanılması ve bizim de altıncı bölümde yaptığımız Türkiye analizinde endüstriyel sermayenin değişimini destekler nitelikte sonuçları gözlememiz mümkündür.

### **3.6. Kurumsal Yatırımlar, Küreselleşme ve Finansallaşma**

Finansal piyasalardaki önemli değişimlerden biri de kurumsal yatırımcıların finansal piyasalardaki işlem oranlarının artmasıdır. 1980’li yılların başlarında kurumsal yatırımcıların payları, toplam finansal varlıklar içinde çok düşük bir orana sahipti. Fakat 2002 yılına gelinceye kadar bu oran neredeyse ikiye katlamıştır (Orhangazi, 2008: 34). Özellikle yeni emeklilik ve yatırım fonlarında mali sermaye üzerindeki vergilendirme oranının azaltılması küçük yatırımcıların katılım paylarını arttırmıştır. Kurumsal yatırımcıların artmasının önemli boyutlarından biri, finansal piyasalardaki transformasyon ve kurumsal yönetimdeki değişimdir.

Küreselleşme; günümüz dünyasında en fazla tartışılan konuların başında gelen karmaşık ve çok boyutlu bir süreçtir. Hiç şüphesiz, günümüz dünyasında toplumlar ve ülkeler arasında küresel ölçekte karşılıklı bağımlılıkların en üst düzeye ulaştığı, gerek ekonomik ve politik, gerekse askeri ve kültürel ilişkilerin yoğunlaştığı, sermayenin, malların, sembol ve değerlerin sınırlar arasında kolayca aktığı ve her şeyin karşılıklı ağlara dönüştüğü bir zaman diliminde bulunmaktayız. Küreselleşme taraftarları yaşanılanları, Anglo-Amerikan kapitalizmin ve neo-liberal politikaların meşrulaştırılması çabası (Heywood, 2007: 143) olarak görürken, küreselleşme karşıtları daha eleştirel bir yaklaşımla süreci, kapitalizmin patolojik bir yayılmacı mantıkla bütün yer küreyi egemenliği altına almaya çalışması olarak değerlendiriyor. Ancak konuya nerden bakılırsa bakılsın küreselleşmenin; yeni bir dünya, yeni bir düzen, yeni bir sistem, yeni bir mantık, yeni bir egemenlik ve yeni bir gerçeklik yarattığını kabul etmeliyiz. Bu gerçekliğin en önemli yanı ülkeler arasındaki sınırların kalkmaya başladığı, kıtalararası mesafelerin azaldığı, ulus-devletin aşındığı, kapitalizmin emperyalizme evrildiği ve en önemlisi de neo-liberalizmin mutlak egemenliğinin (Hoogvelt, 1997) oluşmaya başladığıdır.

Her ne kadar küreselleşmenin yeni bir olgu olmadığını belirtsek de küreselleşmenin tarihsel başlangıcına yönelik kesin bir yargıda bulunmak bizi yanıltabilir. Bu nedenle Dünya Bankası tarafından yapılan bir sınıflandırma (Katilainen & Kaitila, 2002: 70) söz konusu tarihsel arka plana dair önemli ipuçları elde etmemize yardımcı olacaktır.

- İlk küreselleşme dönemi: 1870–1914
- Ulusçuluğa geri dönüş: 1914–1945
- İkinci küreselleşme dönemi: 1945–1980
- Yeni küreselleşme dönemi: 1980 ve sonrası

Buna göre ilk küreselleşme dalgası 1870’de başlayıp 1914’e (Birinci Dünya Savaşı’na) kadar sürmüştür. Bu dönem denizcilik ve tren yolu ulaşımının önemli ölçüde geliştiği, telgrafın icadıyla uzak mesafelerle iletişimin sağlandığı böylece dış ticaretin arttığı görülmektedir (Aslan, 2005: 8). Dolayısıyla eğer küreselleşmeyle kastedilen şey, dünyanın her bir parçasının gerçek zamana yaklaşan bilgiyi paylaşan piyasalar tarafından birbirlerine bağlandıkları bir ekonomik yapıysa bu durum 1870’lerde başlamıştır (Hirst & Thompson, 2006: 32).

Ulusçuluğa geri dönüş olarak nitelendirilen 1914–1945 arası dönem, ulaşım ve teknolojik gelişmelere rağmen uluslaşma hareketlerinin yansımalarıyla şekillenmiştir. Dolayısıyla I. Dünya Savaşı sonrası kolonilerin yeniden dağılımı bağlamında gelişen bağımsızlık hareketlerinin yükselişiyle (Magdoff, 2006: 82–83) birlikte söz konusu süreçte yani 1914–1945 arası dönemde küreselleşmenin yavaşladığını söylemek mümkündür (Başkaya, 2003: 113). II. Dünya savaşıdan sonra ABD liberalleşme eğilimleri hız kazandırırken küreselleşmenin özellikle kurumsal kimliğini oluşturma çabaları üzerinde yoğunlaştı. 1944 Bretton-Woods Konferansında Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası'nın (IBRD-Dünya Bankası) kurulması bu anlamda önemli örneklerdir. Öte yandan bu dönemde Birleşmiş Milletler (BM), Uluslararası Çalışma Teşkilatı (ILO), Gıda ve Tarım Teşkilatı (FAD), Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) gibi örgütlenmeler, ekonomik bütünleşme ve dış ticaretin serbestleştirilmesi açısından desteklenmiştir.

Uluslararası kuruluşların 1945-1970 yılları arasında örgütlendiği düşünüldüğünde, *“1970’li yıllar globalleşme açısından bir dönüm noktası sayılabilir. Ağustos 1971’de Bretton-Woods Sistemi’nin çökmesiyle sabit kur sistemi terk edilmiş ve gelişmiş ülkeler -başta ABD, Almanya, İngiltere ve Japonya- peş peşe sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmışlardır. Bu ülkelerde sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, finansal globalleşme ile olağanüstü bir ivme kazanmıştır”* (Aktan ve Şen, 1999: 11). Bu bağlamda Yeldan’ın da ifade ettiği gibi *“1970-sonrasındaki küreselleşme sürecinin kapitalizmin XIX. yüzyıl boyunca içinde bulunduğu genel küreselleşme dalgasının bir devamı niteliğinde olduğunu vurgulamak gerekmektedir”* (Yeldan, 2002: 22).

1980’li yıllara gelindiğinde ise tüm dünyada neoliberal politikalar uygulanmaya başlanmış ve buna bağlı olarak özelleştirme, finansal serbestleşme, piyasa ekonomisi ve dış ticaretin liberalizasyonu gibi kavramlar sıkça gündeme gelmiştir (Katilainen & Kaitila, 2002: 71). 1989’da Soğuk Savaşın sona ermesiyle birlikte küreselleşme süreci kurumsal açıdan inşasını WTO (Dünya Ticaret Örgütü) ile devam ettirmiştir. Özetle; *I. Dünya Savaşı’na değin gelişme eğilimi gösteren globalleşme süreci, 1914–1945 arasında düşüş eğilimi göstermiş ve II. Dünya Savaşı sonrasında tekrar yükseliş trendine geçmiştir. 1980’li yıllardan itibaren bu süreç daha da hızlanmış ve 1990’larda zirveye ulaşmıştır* (Aktan ve Şen, 1999: 13).

Küreselleşmenin; *ticaretin küreselleşmesi, mali küreselleşme, kültürel küreselleşme ve üretimin küreselleşmesi* olmak üzere dört yönü bulunmaktadır. Küresel düzeyde ekonomik krizleri harekete geçiren temel küreselleşme alanı mali küreselleşmedir. Mali küreselleşme; “ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlandırmalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” olarak tanımlanabilir (Durusoy, 2004).

Özellikle 1980’lerle birlikte özel yaşama kadar sirayet eden teknolojik yenilikler, Habermas’ın söylemiyle “yaşam alanlarımızın” tümünü etkisi altına almıştır (Habermas, 2001). Artık dünyanın herhangi bir bölgesinde meydana gelen bir olay, günlük ilişkilerimizi, ekonomik faaliyetlerimizi hatta davranışlarımızı bile etkilemektedir. Bir bütün olarak herkesin günlük hayatını doğrudan etkileyen akışkan ve hızlı bir süreçtir (Stearns, 2009: 160-161). Bu hızlı süreç toplumlar arasında gerek ekonomik ve politik gerekse ideolojik ve kültürel açıdan inanılmaz değişikliklere yol açmış bulunuyor. Teknolojik araçların özellikle de internetin yarattığı sanal gerçeklik, dünyayı “tek bir yere” (Tomlinson, 2004: 23), adeta “küçük bir köye” (Robertson, 1995: 6) dönüştürdüğü için siber-uzayın ağ sistemi, bütün toplumları gözetleyen büyük bir göz halini almış bulunmaktadır.

Krugman’a göre küreselleşme ve finansal liberalizasyon, oldukça istikrarsız bir finansal sistem yaratmıştır. Eğer bir ülke küresel finansal sisteme bütünüyle entegre olmuş ise, bu ülkede finansal kriz ve parasal kargaşa yaşanması olasılığı bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeye olan bağımlılıkları ve net iç borçlarının yüksekliği nedeniyle daha hassas bir durumdadırlar. 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler, bu tür krizlerle baş edebilme açısından ulusal politikalarının sınırlarına da işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu ülkelerdeki yapısal ve kurumsal eksikliklerin krizlerin önlenmesi ve yönetilmesindeki yetersizliklerini göz önüne sermektedir (Krugman, 1999: 56).

### **3.7. Kurumsal Yönetişimde Yaşanan Değişimler ve Risk Yönetimi**

Finansal krizlerin önlenmesi amacıyla getirilen önerilerin temelde birleştiği nokta; mevcut kurumsal yapının ve yönetim anlayışının, günümüzdeki küresel finansal

sistemin sorunlarını tanımlayacak, tartışacak ve çözümleyecek çapta güçlendirilmesi gerekmektedir. Bu anlamda ilk kez 1990 Rio Dünya Forumu Toplantıları'nda gündeme gelen "kurumsal yönetim" kavramının finansal krizleri önlemede bir zorunluluk olan, ulusal ve uluslararası finansal sistemlerin güçlendirilmesinde esas teşkil etmesi yönünde fikir birliği oluşturmuştur (Eichengreen, 1999: 10).

Geliştirilmiş kurumsal yönetim ile örneğin aşırı borçlanma gibi bir kötü yönetim olgusunun yol açabileceği makroekonomik zorluklar engellenebileceği öngörülmektedir. Diğer yandan yetersiz bilgi akışının, borç veren ve borç alan kesimler arasında oluşturabileceği asimetrik bilgi ve yanlış seçim gibi piyasa yanılgılarının önlenebileceği, bunların neden olduğu finansal kırılganlıkların azaltılabileceği düşünülmektedir (Stiglitz and Bhattacharya, 1999: 104).

1980'li yılların başından beri kurumsal yönetim mekanizma ve uygulamalarında ciddi değişimler yaşanmaktadır. 1970'li yıllara gelinceye kadar kurumlar ağırlıklı olarak kazançlarını elde tutup yeniden yatırıma dönüştürme stratejisi izlerken, daha sonra bu yönetim tarzını değiştirdiler. Kurumların işgücü oranını azaltıp hissedarlara paylarını dağıtmaya önem vererek, FOİ finansal piyasalardan aldıkları pay da arttı. Buna göre yönetim, hissedarların kısa dönemli karlarını maksimize etme hedefinde zorlandı. Kurumsal yönetim kavramının son zamanlarda önemli olmasının nedeni, söz konusu şirketlerin ve finansal piyasaların yeniden yapılanmasında, gelişiminde ve denetiminde üstlenmiş olduğu önemli rolden kaynaklanmaktadır.

Birbirini devir eden birleşmeler ve satın almalar neticesinde uluslararası arenada çok büyük şirketler ortaya çıkmıştır. Üretim ve dünya ticareti bu çok uluslu işletmelerin tekeline girmiş bu da *Doğrudan Yabancı Yatırımları'nın* gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere akmasına sebep olmuştur. Emeklilik fonlarının ABD, İngiltere ve Japonya büyümesi, birikim ve yatırımlarda farklı stratejilerin izlenmesine yol açtı. Bu yolla doğrudan sermaye yatırımları başladı. Bu da yüksek riskli menkul kıymet ve finansal varlıkların oluşmasına neden oldu (Comacho vd., 2009).

Diğer yandan gelişmiş ülkelerdeki sermaye kaçışlarının nedenlerinden biri olarak, gelişmiş ülkelerdeki tüketici haklarının çok gelişmesi ile birlikte bu ülkede üretim yapan işletmelerin tüketicilere yoğun tazminat ödemeye mahkum edilmesi gösterilebilir. Neticesinde global üretim kavramı ortaya çıkmış daha az işgücü maliyeti

ile daha fazla kar elde etme imkanı bu büyük şirketler için mümkün olmuştur. Burada belki de bizi en ilgilendiren husus bu büyük şirketlerin finansman kaynakları için artık eskiden olduğu kadar bankalara ihtiyaç duymamasıdır. Çünkü gerek para gerekse de diğer piyasalarda bu şirketler tahvil veya benzeri enstrümanlar ile kendi kaynaklarını kendileri yaratabilir hale gelmişlerdir. Burası aslında süreci tetikleyen mekanizma olmuştur (Lapavitsas, 2009).

Diğer yandan finansallaşmanın en önemli etkilerinden biri, finansal hizmetler genişledikçe işletmeler ve kurumlar, geleneksel finansal araçlardan borçlanmak yerine piyasaya borç senedi ve ortaklık hakkı veren menkul kıymet (equity security) ihraç etmek yoluyla finansman ihtiyaçlarını karşılamaya çalışması kurumsal yönetimde yaşanan değişimin önemli göstergelerinden biri olarak değerlendirilebilir. Tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde geleneksel borçlanma yöntemlerinin yerini yeni yöntemlerin almasıyla beraber geleneksel finansal araçlar da sundukları hizmetin türünü değiştirmek suretiyle bu yeni düzene ayak uydurmaktadırlar.

Döviz kuru hareketlerinin olumsuz etkileri, 1973'te ulusal paraların dönüşüm değerini sabitleyen Bretton-Woods sisteminin yıkılıp yerine fiilen dalgalı kur rejiminin geçmesi ile birlikte ekonomiler üzerinde daha keskin bir şekilde hissedilmeye başlanmıştır. Ayrıca, haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler ile ulus ötesi bankaların pozisyonları sermayenin dolaşımını kolaylaştırmıştır. Bu durum bir taraftan paranın bir mal gibi alınıp satılabileceği anlayışını geliştirirken, diğer taraftan döviz alım-satımları paranın değerini etkilediği için zararlı olduğu ve bu zararlı etkinin engellenmesi gerektiği fikrini gündeme getirmiştir (Akdiş, 2000: 35).

Kriz, finansallaşma sırasında bankaların ve diğer finansal kuruluşların görevlerindeki değişimden dolayı global bir yüze büründü. Ticari bankalar kendi öz görevlerinin dışına çıkarak, kar edinmek için yatırım bankaları gibi davranarak bireysel gelirlere yöneldiler. Yatırım bankacılığı ve finansallaşan kişisel gelirler kombinasyonu ABD'de özellikle 2001'den başlayıp 2007 yılına gelinceye kadar korkunç bir köprü oluşturarak felakete davetiye çıkarmıştır (Lapavitsas, 2009: 4).

Son otuz yılda değişime uğrayan bankacılığın artık klasik mevduat-kredi bankacılığı olmadığı anlaşılmıştır. Menkul kıymete dayalı borçlar ve bu borçların

ticaretine bağı yeni bir bankacılık sistemi gelişti<sup>12</sup>. Aslında bu model beraberinde birbirine bağılanan zincir halkaları olarak düşünülebilir. Bankacılık modelinin değışmesiyle finansal mühendisliğın önemi arttı. Bankalar artık her geçen gün yeni bir ürünle tüketici karşısına çıkmak durumunda kaldı. Bunu yaparken aynı zamanda diğer finansal kurumları da beraberinde sürükledi.

Bankalar, yatırım bankacılığı faaliyetleri ile masraflardan, komisyonlardan, menkul kıymet alım satım işlemlerinden gelir elde etmeye başladılar. alışan maaşlarının banka aracılığıyla bankalara ödenmesi, bankalar için ayrı gelir unsuru oluşturdu. Ayrıca bireysel borçlanmalar ve çalışanların tasarrufları bankalara, maaşlar ve ücretler dışında ikincil olarak doğrudan bir gelir yarattı. Bu durum finansal el koyma olarak ifade edilebilir (Lapavitsas, 2009).

Devletin sermaye hareketleri üzerindeki düzenlemeleri kaldırmasıyla kapitalistlere finansal piyasalarda serbest girişim hakkı tanınarak yeni bir düzen oluşturulması zemini hazırlandı. Yeni finansal düzen aynı zamanda piyasalarda rol değışimini de beraberinde getirdi. Buna göre; risk yönetiminin zayıflamasıyla alt kademedede bulunan işçilere dahi borç para vermek, bankalar için normal bir davranış haline geldi. Kısaca bankalar, karlarını artırabilmek için her yolu denediler.

Bankaların reel sektör üzerindeki etkinliğı azalırken, aynı zamanda reel sektör firmalarına verilen krediler de azaldı ve bireysel tüketim ve ipotek kredileri arttı. Örneğın; Almanya’da ipotek bankaları haricindeki bankaların banka dışı kesime açtıkları kredilerin GSYİH’ye oranı 1972’de %68,2 iken 2003’te %26,8’e geriledi. İngiltere’de, yerleşik bankaların bireylere açtıkları kredilerin toplam kredilere oranı 1976 ile 2006 arasında %11,6’dan %40,7’ye, finansal aracı kurumlara açılan kredilerin oranıysa %20,3’ten %32,4’e yükseldi. ABD’de, bankaların ticari ve sınai işletmelere verdikleri krediler GSYİH’nin %10,8’inden %8,2’sine geriledi (Santos, 2009).

Özellikle son otuz yıllık süreçte reel maaşlardaki değışimin pozitif olarak çok artmaması nedeniyle işçi ve çalışan kesimi bankalara daha fazla ihtiyaç duyar hale

---

<sup>12</sup> Subprime piyasası aslında direkt olarak ABD ekonomisi ve global finansı tehdit edecek düzeyde değıldi. Menkul kıymet ticaretine dayanan menkul kıymetleştirme ile bankalar yatırım bankacılığı rolüne üstlenmesinin yanında aynı zamanda bundan kar sağlamak ve riski dağıtmak adına bir dizi işleme giriştiler. Menkul kıymetleştirme ile bankalar mortgage kredilerini küçücük miktarlara bölüp, karmaşık şekle sokup bunları yeniden hisse olarak sattılar. Dolayısıyla subprime borç hisseleri bir anda finansal kuruluşlar tarafından menkul kıymete gömülü halde tutulur hale geldi. 2004-2006 yılları arasında mortgage piyasasında 1.4 trilyon dolar değerinde veya toplam mortgage kredilerinin %79.3’ü menkul kıymetleştirilmiştir.



getirmiştir. Borçların hızla katlanarak artması, mal varlıklarının ve emekli ikramiyelerin erimesi ve benzeri sebeplerden ötürü işçi ve çalışan kesimin gelirleri de dolayısıyla finansallaşmıştır. Bunun sonucunda işçi ve çalışan kesimin gelirlerinin büyük bir kısmı bankaların geliri haline geldi. 2007 yılına gelindiğinde bu esaretin bedeli olarak finansallaşmanın yarattığı kriz olarak ortaya çıktı.

### **3.8. McKinnon – Shaw Hipotezi: Finansal Baskı Eleştirisi ve Liberalizasyon**

Finansal baskı yaklaşımı, birbirinden bağımsız ve eş anlı olarak McKinnon ve Shaw isimli iki iktisatçının 1973 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalarında ortaya koydukları, “Finansal Baskı Analizi (Financial Repression Analysis-FRA)” ile şekil bulduğundan genellikle “McKinnon-Shaw Modeli” olarak isimlendirilmektedir.

Finansal baskı yaklaşımına göre gelişmekte olan ülkelerde yatırımları sınırlayan temel faktör, sermayenin marjinal verimliliği nedeniyle karlı yatırım alanlarının kıtlığı değil, tasarruf miktarının ve ödünç verilebilir fon arzının düşüklüğüdür. Böyle olunca tasarruf miktarının ve fon arzının artırılması için, pozitif reel faiz politikasının uygulanması, fon kısıtını ortadan kaldıracığından, yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi teşvik edebilecektir. Bu nedenle, iktisat politikaları tasarrufları cazip kılıp, artırmaya yönelik oluşturulmalıdır (McKinnon, 1973: 55).

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemini kullanarak, sistem üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak görülmektedir.

Dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan liberalizasyon, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki vergilerin azaltılması gibi unsurları içermektedir. Bu açıdan bakıldığında söz konusu sürecin altı temel boyutu olduğu söylenebilir (Williamson ve Mahar, 2002: 15);

- Kredi kontrollerinin kaldırılması
- Faiz oranlarının de-regülasyonu
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi
- Banka otonomisi (Bankanın izlediği stratejiler ve uyguladığı politikalar)
- Uluslar arası sermaye akımlarının liberalizasyonu.
- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi

Finansal liberalizasyon 1980'lerde yoğunluk kazanırken, mali sistemin serbestleşmesi amacıyla bir dizi reformlar yapılmıştır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme ya da liberalizasyon olarak adlandırılmıştır. Bunu savunan politikaların öncüleri McKinnon (1973) ve Shaw (1973) olarak görünür. Bu kuram Neo-klasik Finans Teorisi'nin geliştirmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonu olarak görülebilir. Bu ekonomistlere göre finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme hızı artacaktır. Bu da iki şekilde olacaktır.

İlk olarak faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artacak ve hane halkı gelirinin büyük bir kısmını finansal aktif olarak tutacaklardır. Finansal aktif stoklarının artmasına bağlı olarak likidite bollaşacak ve yatırımlar için kredi bulma kolaylaşacaktır.

İkinci olarak, finansal serbestleşme ile birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artacaktır. Mevcut banka sistemi, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin finansmanını sağlar. Sonuçta yatırımlardaki verimlilik artarak ekonomide büyüme hızlanır.

Bu anlamda finansal liberalizasyon finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması (iç finansal liberalizasyon) ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması (dış finansal liberalizasyon) sürecini kapsamaktadır (Gelbard ve Leite, 1990: 5; Williamson ve Mahar, 2002: 10). McKinnon ve Shaw birbirlerinden bağımsız olarak

yaptıkları çalışmalarda finansal baskının ekonomik büyümei birçok yönden engellediğini öne sürmektedirler (Doğan, 2002: 61). Buna göre, liberalizasyon yaklaşımının temeli, *gelişmekte olan ülkelerde sorun yatırımların azlığı değil, tasarrufların yetersizliği* anlayışına dayanmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise, yapılması gereken tasarrufların cazip kılıcı ve artırıcı politikaların oluşturulması olmaktadır. Reel anlamda pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre (bankacılık sistemine) kaymasına neden olacaktır. Bu ise, yatırımlar için gerekli olan fonların oluşması anlamına gelmektedir.

McKinnon ve Shaw'un, hükümetlerin uyguladıkları finansal baskı politikalarının tasarrufları ve dolayısıyla yatırımlar için gerekli fonların oluşumunu kısıtladığı, böylece ekonomik büyümenin gerçekleştirilemediği tezinden hareketle oluşturdukları modelleri, finansal liberalizasyonla ilgili teorik tartışmalarda öncülük görevi üstlenmişleridir.

McKinnon ve Shaw'a göre, negatif reel faiz uygulamaları gibi finansal baskıyı teşvik eden politikalar, ekonomideki tasarruf eğilimini düşürmektedir. Finansal liberalizasyon sonunda gerçekleşen pozitif reel faiz oranları hanehalkının tasarruf eğilimini arttırmaktadır. McKinnon-Shaw hipotezinde finansal aracılık hizmetleri ile reel faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu vurgulanmaktadır. Reel faiz oranları rekabet edilebilir düzeyin altına düştüğünde, finansal baskıdan söz edilmektedir. Yüksek reel faiz oranları, finansal tasarrufları ve finansal aracılık hizmetlerini teşvik etmekte ve bundan dolayı özel sektöre yönelik krediler artmaktadır. Bu durum dolaylı olarak yatırımları ve ekonomik büyümei teşvik etmektedir. Bu bağlamda McKinnon-Shaw hipotezinde vurgulanan temel vurgu, reel faiz oranlarının tasarruflar üzerindeki miktar etkisidir. Ekonomide başlangıçta uygulanan faiz oranlarının yükselmesi, tasarruf ve yatırımları arttıracaktır. Öte yandan yükselen reel faiz oranları, daha önceki faiz oranından gerçekleştirilmesi anlamlı olan yatırımları artık karlı olmaktan çıkaracaktır. Bu doğrultuda karlılık oranı daha yüksek yatırımlar tercih edileceğinden, toplam yatırımların ortalama getirisi ve kaynak dağılımının etkinliği artacaktır. Bu süreç tasarruf sahiplerinin gelirini ve yatırımların verimliliğini artırırken aynı zamanda ekonomik büyüme hızını yükseltecektir (Gregorio vd. 1999: 436-437).

McKinnon-Shaw finansal liberalizasyon yaklaşımı, finansal piyasaların etkin çalıştığı öngörüsünden hareketle finansal liberalizasyonun, kısa dönemde artışına neden olacağı faiz oranlarının, tasarrufların etkin dağılımını düzenleyerek uzun dönemde ülkeler arasında eşitleneceğini varsaymaktadır (McKinnon, 1973: 55).

McKinnon oluşturduğu modelde, genel olarak özkaynaklar ile finanse edilen yatırımlar ve mevduat faiz oranı arasındaki ilişki üzerinde yoğunlaşırken, Shaw ise finansal derinleşme, finansal aracılık hizmetleri ve yatırımların firma dışı kaynaklarla finansmanı noktasından hareketle modelini oluşturmuştur.

McKinnon'un finansal liberalizasyon yaklaşımında temel değişken tasarruftur. Reel pozitif faiz politikası yoluyla öncelikli olarak tasarrufları, dolayısıyla yatırım ve büyümeyi arttırmak olanak dahilinde olabilmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda faizlerin artması, tasarrufları üretken olmayan aktiflerden, bankacılık sektörüne yönlendirerek daha verimli alanlarda kullanılmasını sağlayacaktır. Bunun sonucu ise daha fazla yatırım ve daha hızlı ekonomik büyümeye ulaşılabilecektir (McKinnon, 1973: 55).

### **3.9. Literatürde Finansal Küreselleşme ve Finansallaşma**

Kapitalizmin sistem olarak ortaya çıkışından bu yana bir çok krizle karşılaşmasına rağmen, varlığını korumasının nedeni, *devlet kapitalizmi* (devletin müdahale ettiği kapitalizm) ve *özel kapitalizm* (laissez faire) arasındaki bağı sağlayabilen bir mekanizmaya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Her defasında yaşanan kapitalizm krizleri yenilenerek diğer forma geçiş için uygulanan programlar sistemin devam ettirilmesini sağlamıştır. Örneğin; 1930'larda yaşanan Büyük Bunalım dönemi sistemin aksamasına neden olmuş, kapitalizmin diğer formuna yani özel kapitalizmden devlet kapitalizmine geçilerek ayakta kalması sağlanmıştır. Keynes modeli "Altın Çağ" olarak geçen devlet kapitalizmin egemen olduğu bu dönem, 1970'lerde ve 1980'lerde yeniden aksamaya başlayınca yeniden formlar arasında geçiş sağlandı. Devlet kapitalizminin etkinliğinin azalmasıyla sistem yerini yeniden özel kapitalizme bırakınca finansal küreselleşme süreci başladı.

İktisat disiplini içerisinde yaygınlaşan görüşlere göre finansal küreselleşme, ekonomik büyümeyi hızlandıran bir süreçtir. Yeterli tasarruf oranına sahip olmayan

ülkelere finansal küreselleşme ile birlikte daha düşük maliyetle daha geniş sermaye havuzundan yararlanma imkanı sunulmaktadır. Benzer şekilde eğer ülkede tasarruf fazlası söz konusu ise, bu defa da yerli yatırım imkanlarıyla karşılaştırıldığında daha yüksek getiri elde etmek amacıyla bu kaynakların dışarıya borç olarak verilme imkânı yarattığı düşünülebilir.

Finansal küreselleşme bir yönüyle ülkeler, ekonomiler arasında finansal bütünleşme olarak ikinci büyük küreselleşme evresinin bir alt başlığı veya ulaştığı bir aşama olarak ele alınabilir. Nitekim finansal küreselleşmenin bu son evresinin 1980'lerin ortalarından itibaren başladığı kabul edilmektedir. Bu ise özellikle John Williamson tarafından *Washington Uzlaşısı (Washington Consensus)* olarak ifade edilen ve ekonomilerini yeniden yapılandırmak isteyen ülkelere 10 maddelik tedbirler listesinin yaygın bir şekilde uygulanır hale gelmesinin doğal bir sonucudur (Williamson, 1999). Bu tedbirler yurt içi finansal piyasaların uluslararası piyasalara açılmasına ve başta faiz oranları olmak üzere finansal piyasaların serbestleşmesi sonucunda uluslararası finansal akımların hızlanmasına zemin hazırlamıştır.

Neo-klasikler birikimlerin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yüksek sermaye getirisi elde etmek için akacağını savunur. Böylece ödemeler bilançosu dengesi problemi, dolayısıyla iç talepte bir rahatlama beraberinde getirir. Sonuçta sermayenin uluslararası platformda serbestçe dolaşımı uluslararası kuruluşların rekabetini artırarak, uluslararası finans piyasalarının etkisine açık kalmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalarda uluslararası akımlarına izin verilmesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomi politikalarının özerkliğini azaltmaktadır (Painceira, 2009: 6).

Finansal piyasaların küreselleşmesi, çok başarılı bir piyasa fundamentalizmi projesiydi. Bu süreç, 1973 petrol şokunun kötü sonucunda petro-dolarların geriye dönüşüyle başladı fakat Reagan-Thatcher yıllarında hızlandı. Küreselleşme, serbest piyasaların piyasa fundamentalizmi doktrinine sanıldığı gibi oyun alanına düzen getiremedi (Soros, 2008: 112). 1970'lerde kar oranlarında yaşanan düşüşü atlatabilmek için şirketlerin finansallaşmaya sarılmasına ve ücreti düşen reel gelirli işçilerin 2000'den sonra borçlandırılmasıyla kriz kaçınılmaz hale geldi.

Finansallaşma tarihsel açıdan, küresel kapitalizmde 1970'lerden bu yana süregelen bir dönüşüme dayanır. Reel birikim karlarının savaş sonrası seviyeye ulaşamadığından, verim artışı zayıflamış, gayrisafi milli hâsılada büyüme her yıl giderek düşmüştür. Aynı dönemde neo-liberalizm yükselmeye başlayarak emek ve finans fiyat serbestisine olanak sağladı. Bu serbestlik finansal alanda hissedilir derecede hızlıca yayıldı. Bu bağlamda sermayeler arasındaki temel ilişkiler de değişmeye başladı. Finansal piyasalarda fiyat serbestisi ile karşılaşan büyük tekelci firmaların finans yatırımlarına olan güvenleri arttı. Dolayısıyla finans piyasalarında yaptıkları işlemler ile finansal karlarını arttıracak seviyeyi yakaladılar. Öte yandan faiz getirilerindeki düşüş bankaları serbest pazarlara yöneltti. Mortgage krizi aslında son yıllarda ortaya çıkan bir sonuç değildi. Bu kriz sebep değil tetikleyici rolüne sahiptir.

Kar motivasyonu ile hareket eden kapitalizm iç çelişkileri son aşama olarak finansallaşmanın önünü açmıştır. Soros'a göre; finansal piyasalar, ekonomik bozulmayı önceden doğru olarak kestiremezler fakat buna sebep olabilirler (Soros, 2008: 94). Soros'un öne sürdüğü *yansına teorisine* göre; yansına olaylarında, belirsizlik ve belirlenemezlik, (belirsizlik katılanların düşüncesine, belirlenemezlik olayların akışına bağlıdır) zamandan bağımsızdır (Soros, 2008: 93).

Uluslararası finansal sistem, gelişmiş ülkelerin finansal otoritelerinin temsilcilerinden oluşan bir konsorsiyumun kontrolü altındadır (Soros, 2008: 112). Son yıllarda dünya sermaye piyasalarında faaliyet gösteren bu konsorsiyumlar çok hızlı bir küreselleşme hareketliliği yaşatmışlardır. Bir yandan piyasalardaki işlem hacmi hızla gelişirken, diğer yandan sınır-ötesi işlemlerin payları hızlı bir biçimde artış göstermiştir. Böylece küreselleşme ile fon bulmak için kurum ve kuruluşların, ulusal piyasalara ihtiyacı kalmamıştır. Bunun yanı sıra sınır-ötesi piyasaların gelişmesinde, sınır ötesi fon akımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması yatar. Ulusal piyasalardaki faiz sınırlaması, vergi uygulamaları, mevduat karşılık oranları ve mevduat sigorta primi gibi engeller nedeniyle, uluslar arası piyasaları daha cazip hale getirmiştir.

Finansal küreselleşmenin sonuçları hakkında görüşler farklılık arz etmekle birlikte, çarpıcı ve açık başarısızlık örnekleri söz konusu sürecin sorgulanması gerekliliğini ortaya koymaktadır. 1990'lı yılların ortalarından itibaren en az altı ülke, yurtiçinden hızla sermayenin çekilerek dışarıya aktarılması ile finansal ve ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır (Salvatore, 2003). Bu krizler: Meksika (1994-95), Güney-

Doğu Asya (1997-1999), Rusya (1998), Brezilya (1999) ve Türkiye ve Arjantin (2001-2002) gibi ülkelerde görülmüştür. Bu ülkelerde yaşanan finans sektörü krizleri, fakirlik ve insani boyutları ağır basan, etkileri oldukça keskin ve halen devam eden ekonomik ve sosyal krizler olarak kayda geçmiştir.

### **3.10. Finansal Piyasaların Güçlenmesine Yönelik Önlemler: Uluslararası Finansal Mimari**

1992-1993'de Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'nda yaşanan krizle başlayan, devamındaki on yıllık süreçte Meksika, Doğu Asya, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de sırasıyla oluşan krizler, uluslararası finans sisteminin derin olarak sorgulanması ve buna çözüm olarak sistemin yeniden mimarisi gerekliliğini gündeme getirmiştir. Bu noktadan hareketle uluslararası toplum, uluslararası finansal kuruluşlar öncülüğünde yapılması öngörülen reformlar üzerine yoğun tartışma ve çaba içine girmişlerdir. Üzerinde tartışılan ve oluşturulmaya çalışılan söz konusu reformlar bütününe "*uluslararası finansal mimari*" denilmektedir.

Uluslararası finansal mimari çerçevesinde tasarlanan reformlar, tamamen yeni bir sistem oluşturmayı amaçlamaktan başka bazı yeni düzenlemeler öngörmektedir. Örneğin, mal ve sermaye ticaretindeki etkinliğin artırılması; sistemin istikrarının sağlanması; eşitlikçi ve sosyal açıdan kabul edilebilir gelir ve refah dağılımı daha önceden de kabul görmüş uluslararası makroekonomik hedeflerdir (Swoboda, 1999: 2). Söz konusu edilen önlemler ve düzenlemeler demeti, uluslararası sistemin farklı katılımcıları tarafından yerine getirilmesi ve bu şekilde mevcut sistemin geliştirilip güçlendirilerek daha etkin çalışmasını sağlayacak unsurlardan oluşmaktadır. Amaçlanan değişikliklerin; hükümetler, özel sektör temsilcileri ve uluslararası finansal kuruluşlar olmak üzere uluslararası finansal sistemin üç farklı grup katılımcısı tarafından aynı özen içinde uygulanması istenmektedir (Fischer, 1999: 557).

Öngörülen reformlar, uluslararası finansal sistemdeki borçlu ve alacaklıların davranışlarını etkilemek üzere şekillendirilmiş ve krizlerin sıklığı ile yaygınlığını azaltmaya yardım etmeleri düşünülmüştür. Reformlar doğrultusunda uluslararası kuruluşlarla ortak çalışmalar yapan, ekonomi alanında iyi bir yönetime sahip olan ülkelerin, uluslararası fonlar için daha cazip hale gelmesi, ekonomileri için gereken sermayeyi sağlamaları öngörülmektedir. Uluslararası finansal kuruluşların da, kuruluş

amaçları doğrultusunda istikrarlı bir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi, refahın artırılabilmesi için ülkelere ekonomi yönetimi konusunda danışmanlık hizmeti vermeleri, bunu yaparken de açılmış kredilerin geri ödenebilirliği üzerinde gerekli çalışmaları yapmaları planlanmaktadır (Fischer, 1999: 557 - 558).

Uluslararası ölçekte ise, Fordist birikim rejimini şekillendiren ABD hegemonyasına, gerek siyasi gerekse iktisadi açıdan meydan okunması, Amerikan hükümetinin New Deal politikalarından beri süregelen finans kesimiyle çatışma geleneğini terk etmesine sebep oldu. Bu durum dünya güç mücadelesinde, Fordist dönemden farklı olarak temeli finansal sermayeye dayalı ABD hegemonyasını yeniden sağlamlaştırmada önemli bir rol oynamıştır (Arrighi, 2000: 477). Ayrıca Bretton-Woods'dan doğan IMF gibi küresel mali kurumlar üzerinde denetleme yetkilerine sahip güçlü bir Wall Street/ABD Hazinesi mali rejimi ortaya çıkmıştır (Harvey, 2004: 107–108). ABD kaynaklı söz konusu mali rejim 1970'li yıllarda yaşanan kriz sonrası dünya ekonomisinin şekillenmesinde önemli bir rol oynamış ve 1980'lerin sonunda da Washington Uzlaşısı olarak anılan daha operasyonel ve formel bir düzenlemeler bütünü oluşturmuştur.

### **3.10.1. Washington Uzlaşısı**

1970'lerdeki dünyada yaşanan Petrol Krizi ile yeniden yapılandırma sürecine giren kapitalizm, kendine çıkış yolu olarak piyasaların serbestleştirilmesine yönelik hükümet politikaları ve karlılığı arttırmaya yönelik şirket stratejileriyle küresel düzeyde 1980'lerde yaygınlık kazansa da, tam bir ekonomik entegrasyonun ve küreselleşmenin ancak kapitalist birikim-büyüme sürecinin toplumsal yeniden üretimini sağlayan düzenleyici kurumların ve kuralların yerleşip dünya çapında yayılması 1990'larda yaşandı. Yeni küresel ekonominin temelinde üretim ve piyasanın örgütlenmesinde ve emek süreçlerinde çok büyük bir değişime yol açan bilgi işleme ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler yatar (Castells, 2005). Bununla birlikte karlılığı ve verimliliği arttırmaya yönelik şirket stratejileri, hükümetlerin uyguladıkları ekonomik (ticari ve mali) serbestleşme politikaları ve özellikle de en zengin ülke (G-7) hükümetlerinin IMF, IBRD, WTO gibi onlara yardımcı uluslararası kuruluşların geliştirmekte olan ülkelere yönelik telkin, tavsiye ve baskıları bu süreçte belirleyici olmuştur. Hükümetler ülke içinde piyasaların (mal, emek ve sermaye) serbestçe



işlemesinin önündeki her türlü engeli kaldırarak ekonomik serbestleşme ve dünya ekonomisiyle bütünleşme yönünde yasal ve kurumsal düzenlemeleri gerçekleştirirken, uluslararası kuruluşlar da ticaretin ve yatırımların serbestleştirilmesi, kamunun kontrolündeki işletmelerin özelleştirilmesi yönünde gelişmekte olan ülkelere baskılarını geçmiş yirmi yıl boyunca sürdürmüşlerdir.

1980'lerin başında Bretton-Woods kurumlarından IMF'nin politikası "fiyat istikrarı", Dünya Bankası'nın politikası ise "yapısal uyum" üzerine kurulmuştur. Aynı dönemde hem akademik hem de politik alanda egemen olan yeni liberal-muhafazakar siyasal iktisadın makroekonomik istikrarın sağlanması, piyasaların serbestleştirilmesi ve devletin küçültülmesi (minimal devlet) tezi bu kurumların gelişmekte olan ülkelerin sorunlarının teşhis edilmesi ve sorunların aşılması için önerdikleri reçetelere teorik temel sağlamıştır<sup>13</sup>. Bir taraftan dünya ekonomik krizinin diğer taraftan yaşadıkları ağır borç krizlerinin altında bunalan gelişmekte olan ülkeler Dünya Bankası ve IMF'nin "fiyatlarınızı doğru (rekabetçi) düzeylere getirmek için düzeltin" ve "piyasalarınızı serbestleştirin" önerisine 1980'li yıllarda koşulsuz uydular. Küresel ekonomiyle tam ve hızlı bütünleşmenin büyüme için çok uygun koşullar yaratacağına sürekli vurgu yapan bu kuruluşlar geçmiş yirmi yılda gelişmekte olan ülkelerin sorunlarına teşhis koymuşlar, politik karar alma süreçlerine nüfuz etmiş ve sanayileşme stratejilerini yönlendirmişlerdir. Devlet destekli ithal ikameci büyüme stratejisi nedeniyle piyasaların aşırı müdahale gördüğünü, görelî fiyatları çarpıtarak bürokratik yollardan yapılan kaynak tahsislerinin yarattığı rantların gelişmekte olan ülkelerde kaynakların verimsiz kullanımına yol açtığını ve kalkınmayı engellediğini ileri süren yeni liberal siyasal iktisat, kaynak tahsislerinin devlet denetiminden çıkarılmasını, "yansız" ve "küçük" bir devlet ve her alanda tam serbestleşme ve piyasa güçlerine dayalı büyüme stratejisi önermiştir (Yalman, 2003; Eser, 1997).

---

<sup>13</sup> 1980'li yılların hemen başında yeni liberal-muhafazakar hükümetlerin işbaşına geldiği, başta ABD (Reagan) ve İngiltere (Thatcher) olmak üzere, Fransa (Mitterand), Almanya (Kohl), İspanya (Gonzales), Japonya (Nakosane), Danimarka'da (Schutler) hükümetler siyasal tercihlerini Keynesçi refah devletine son vererek, yeni liberal politikalar geliştirdiler. Bu sırada en çarpıcı değişim Dünya Bankası'nın yönetiminde gerçekleşti. 1960'lı yıllarda Robert McNamara'nın başkanlığında, ünlü kalkınma iktisatçısı Hollis Chenery'nin danışmanlık yaptığı Dünya Bankası "büyümeyle birlikte yeniden bölüşüm"ü yoksullukla mücadele için temel strateji olarak belirledi. Bu söylem 1981 yılında gerçekleşen nöbet değişimi sonucu yeni başkan William Clausen ve Baş ekonomist Anne Kruger'in göreve gelmesiyle değişti ve Dünya Bankası'nın yeni politikası "yapısal uyum" etrafında şekillendi. Gelişmekte olan ülkelerde sorunun kaynağı piyasaları başarısızlığa uğratan, kaynak tahsislerini bozan, üretken olmayan ve rant yaratan devletti. Çözüm "daha az devlet daha çok piyasa" da bulundu. Sonuç ise bazı hesaplamalara göre yüze yakın ülkede yaşanan krizler, üretim kayıpları, artan işsizlik ve yoksulluk oldu. Dünya Bankası ve IMF'nin o tarihteki resmi görüşünü en net şekilde A. Kruger, B. Balassa, I. Little ve T. Scitovsky'nin çalışmalarında görebiliriz. (Bkz. Little, Scitovsky ve Skott (1970); Kruger (1974; 1982 ve 1990); Balassa (1981); Balassa, Gerardo, Kuczynski ve Simonsen (1986)).

Sovyetler Birliği'nin dağılması ve Doğu Avrupa'daki rejimlerin değişmesiyle merkezi planlamanın başarsızlığı 1990'lı yıllarda serbestleşme, özelleştirme ve de-regulasyon (kuralsızlaştırma) ilkeleri üzerine inşa edilen yeni liberal "istikrar ve uyum" politikalarının meşruiyet kazanmasında etkili olmuştur. Asya Pasifik bölgesindeki bazı yeni/geç sanayileşen ölkelerin gösterdiği güçlü sanayileşme performansı yeni liberal iktisatçılar tarafından serbest piyasa ilkelerinin ve ekonomik serbestleşme politikalarının deneysel başarısı olarak gösterilmiştir.

Neo-klasik iktisat teorisine göre, ticarete konu olan mallar üzerinde etkin koruma sağlayan ticaret rejimi ve fiyat kontrolleri bu malların gerçek üretim maliyetlerini bulmalarını engellemekte, dünya fiyatlarından sapmaya, yanlış kaynak kullanımına ve rant arayışlarına yol açmaktadır. Kamu otoriteleri tarafından baskılanmış ve kaynak kullanmanın gerçek maliyetini yansıtmayan faiz oranları ise tasarrufları düşürmekte, kaynak akışkanlığını azaltmakta, ayrıca kaynak kullanmanın maliyetlerini artırarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir<sup>14</sup>. O halde ticarete konu olan mallara etkin koruma sağlayan gümrük vergisi ve miktar kısıtlamaları ve ihracata yönelik engeller kaldırılmalı, döviz kurları rekabetçi düzeylere yükseltilmeli ve sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılmalıdır.

Buna bağlı olarak, 1990'larda Asya ve Latin Amerika ölkelerinde yaşanan krizler, eski Sovyetler Birliği ve Doğu Avrupa ölkelerinin kapitalizme geçişte yaşadığı adaptasyon sorunları, Washington Uzlaşısı politikalarının sorgulanmasına neden olmuştur. Dolayısıyla gelişmekte olan ölkelerde reformların başarisında dışa açılma ve ekonomik serbestleşmenin zamanlaması, hızı ve reformların gerçekteleştireceği sıralama önemli aşamalar olarak sayılmıştır. Mali piyasaların serbestleştirilmesi makroekonomik

---

<sup>14</sup> Finansal serbestleşme (McKinnon-Shaw) teorisine göre mali piyasaların serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması bu piyasalarda tasarruf araçlarını çeşitlendirir, derinleşme sağlar ve tasarrufları artırır. Kaynak dağılımında etkinliğin artması ve kaynak maliyetlerinin düşmesinin ardından üretken yatırımların artmasıyla uzun dönemde sürdürülebilir bir büyüme sağlanır. Klasik iktisat sermayenin görece bol, ancak getirisinin düşük olduğu gelişmiş ölkelerden, sermayenin kıt ve getirisinin yüksek olduğu gelişmekte olan ölkelere yönelmesiyle birlikte yabancı sermayeyi kendisine çeken ölkede sermaye birikimi ve yatırımların artacağını, yüksek büyüme hızlarına ulaşılacağını iddia eder. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden önce ticari ve mali serbestleşme reformlarının uygulanması gereklidir. Önce mali disiplin ve fiyat istikrarı sağlanmalı, döviz kurlarının ve yurt içi mali piyasalarda faiz oranının istikrar kazanması sağlandıktan sonra, son aşamada sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine izin verilmelidir.

istikrarı tehdit etmeyen, yurtiçi tasarrufları tamamlayıcı, tüketimden çok yatırımları hedefleyecek şekilde gerçekleştirilmeli ve iyi yönetilmelidir<sup>15</sup>.

Diğer yandan sermayenin serbestleştirilmesi, 1990'ların başlarında, çoğu Latin Amerika ülkesi, çok sayıda gelişmekte olan ve dış borcunu yeniden yapılandıran ülkelerde uygulanan Brady Planı'nın başlıca şartlarından biriydi. Brady Planı, gelişmekte olan ülkelerde yükselen piyasa tahvilleri denilen egemen ülke borcu piyasaları yaratılmasında önemli rol oynadı. Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, Brady Planı bu ülkelerin finansallaşmasının başlangıcı olarak değerlendirilebilir. Planı benimseyen gelişmekte olan ülkeler, hem ekonomilerini devasa sermaye girişlerine açtılar, hem de finansal serbestleştirmeyi daha ileri taşıyacak reformları gerçekleştirme taahhüdü altına girdiler (Painceira, 2009).

### **3.10.2. Washington Uzlaşısı'nın Finansallaşma Sürecine Katkısı**

1980'li yıllarda IMF, Dünya Bankası ve ABD Hazine Bakanlığı arasında varılan bir anlaşmaya 1990'lı yıllarda Dünya Ticaret Örgütü'nün de (WTO) katılımıyla hayata geçirilen Washington Uzlaşmasına dayalı yeni liberal iktisat politikalarının ve kalkınma stratejilerinin gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrar, sermaye birikimi, büyüme ve kalkınma sorunlarının çözümünde başarısız olması bu çevrelerde büyük bir hayal kırıklığı yaratmıştır. 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan sorunlara karşılık olarak tasarlanırsa da, sonradan politikalar değiştirilerek Sahra Altı Afrika'sı, Geçiş Ülkeleri ve Uzak Doğu Asya ülkelerinin sorunlarına çözüm olarak önerildi. Bu politikalarda öncelikler makroekonomik istikrarın sağlanması (stabilization), ticaretin serbestleştirilmesi (liberalization), devletin ekonomi üzerindeki müdahalelerinin kaldırılması (deregulation) ve özelleştirme (privatization) olarak belirlenmiştir<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Mali piyasaların yeniden yapılandığı 1980'lerin ortalarında Dünya Bankası "gelişmekte olan piyasalar" (emergingmarkets) kavramsallaştırmasıyla yeni bir mali serbestleşme ve bütünleşme döneminin başlayacağı haberini veriyordu. Bunu 1994 yılında kurulan Dünya Ticaret Örgütü'nün uluslararası mal ve hizmet ticaretinin yeni kurallarını belirleyen ve ülkeleri korumacı politikalara son vermeye çağıran açıklamaları izledi. 1997 yılında OECD'ye üye olan ülkeler arasında sürdürülen Çok Taraflı Yatırım Anlaşması (MAI) görüşmelerinde yatırım rejimlerinin serbestleştirilmesi, yabancı sermaye yatırımlarına güvence sağlanması ve bu yatırımları düzenlemeye ya da denetlemeye yönelik hükümet kararlarının gözden geçirilmesine yönelik önlemler tartışıldı. İstikrar ve yapısal uyum politikalarının izlenmesi görevini üstlenen IMF'nin yakın takibe aldığı ülkelerin sayısı 1990'ların sonlarına gelindiğinde 80'i bulmuştu.

<sup>16</sup> Washington Uzlaşması terimi ilk defa 1989 yılında gelişmekte olan borçlu ülkelerin zamanında ödenmemiş ya da ödenebileceği şüpheli borçlarını temizleyecek bir planın (Brady Plan) ABD Kongresinde bir komitede

Özünde piyasa başarısızlıklarını ve devletin iş sahası yaratmadaki rolünü vurgulayarak, düşük faiz oranı politikaları aracılığı ile finansal piyasalara müdahale etmek suretiyle yatırımların artmasını öngören Keynesyen yaklaşımı, 1980’lerde yerini liberal içerikli serbest piyasa yaklaşımına bırakmıştır<sup>17</sup>. Bu doğrultuda, ABD Hazinesi, IMF ve Dünya Bankası arasında varılan bir anlaşma olan “Washington Uzlaşısı”; gelişmekte olan ülkeler için “doğru” politikalar üzerine kurulu, serbest piyasa yaklaşımı doğrultusunda ekonomik büyüme ve istikrara farklı bir bakış açısı getiren bir düzenleme demeti etkinlik kazanmıştır (Stiglitz, 2002: 37).

IMF’nin kredi ilişkisi içinde olduğu ülkelere önerdiği politika reçetelerinin iskeletini oluşturan “Washington Uzlaşısı”nın temel ilkeleri şunlardır (Williamson, 2000: 252-253):

- i. Mali disiplin.
- ii. Kamu harcamalarının kısılması.
- iii. Vergi reformu.
- iv. Faizlerin piyasada belirlenmesi.
- v. Rekabetçi kur politikası.
- vi. Serbest ticaret rejimi.
- vii. Yabancı sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi.
- viii. Düzenlemelerin azaltılması (deregülasyon).
- ix. Mülkiyet haklarının güvence altına alınması
- x. Özelleştirme.

IMF destekli istikrar programlarının temel amaçlarından biri olan özelleştirmenin temel mantığı, liberalizasyon politikalarıyla birlikte piyasa ekonomisine fonksiyonerlik kazandırmak amacıyla kamunun küçültülmesidir. Ayrıca yasal kurumsal serbestleşmeyle devletin ekonomiye müdahalesinin en aza indirilmesi ve devletin

---

görüülmesi sırasında J. Williamson (1990) tarafından kullanılmıştır. Williamson (2002 b; 2004 a) Washington Uzlaşması olarak adlandırılan politikaların nihai hedefinin makroekonomik disiplin, piyasa ekonomisi ve dışa açık bir ekonomi olduğunu, amacın gelişmekte olan ülkelere bir kalkınma stratejisi sunmak değil, Latin Amerika ülkelerinin yapısal sorunlarını çözmeye dönük bir reform önerisi olduğunu, bu politikaların orijinal şekliyle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini içermediğinden yeni liberal politikaların tümünü kapsamadığını belirtmektedir. Önerilen politika reformu şu on ilkeden oluşmaktaydı: Mali disiplin sağlanması, kamu harcamalarının yeniden yapılandırılması, vergi reformu, faiz oranlarının serbestleştirilmesi, rekabetçi döviz kuru, ticaretin serbestleştirilmesi, yabancı sermaye yatırımlarının serbestleştirilmesi, özelleştirme, serbestleşme önündeki engellerin kaldırılması ve mülkiyet haklarının güvenceye alınması.

<sup>17</sup> Washington Uzlaşması özünde; ‘IMF’nin uzun süredir uygulamada tuttuğu makroekonomik istikrar politikaları; Reagan döneminde ABD’nin etkisiyle Dünya Bankası’nın gündeme getirdiği finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve Thatcher döneminde İngiltere’nin özelleştirmeyi ön planda tutan iktisat politikalarının birlikteliğinden oluşan liberal karakterli bir ilkeler bütünüdür’ (Taylor, 1997: 147).

ekonomik faaliyetlerden çekilmesi şeklindeki uygulamalar kamu varlıklarının özel kesime satılması şeklinde kendini göstermektedir. Özelleştirmelerden beklenen amaçlarından biri; devletin iktisadi etkinliğini azaltacak uygulamaları kapsayan genel bir uygulamadır. Böylece özelleştirmelerden elde edilen gelir ve servet tabana yayılacaktır<sup>18</sup>.

“Washington Uzlaşısı” politikalarının yaşama geçirilme aracı yapısal uyum politikaları olmuştur. Bu süreçte belirleyici olan temel uygulama, IMF ve Dünya Bankası’nın geliştirmekte olan ülkelere açacakları kredileri, finansal liberalizasyon yönünde atılacak adımlara bağlamış olmalarıdır (Gabel, 1998: 1). Nominal faiz oranına, piyasada oluşan denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskıya son verilerek, faiz oranlarının serbestleştirilmesine ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasına dayanan finansal liberalizasyon politikaları, istikrar ve yapısal uyum sürecinin önemli bir parçasını oluşturmuştur (Chossudovsky, 1992: 8). Bu düzenlemeler çerçevesinde 1990’larda geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının artışında pek çok ülkenin, IMF ve Dünya Bankası’nın finansal desteği karşılığında yürütmekte oldukları yapısal uyum programları ve kamu finansal kurumları ile kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi önemli pay sahibi olmuşlardır (Knight, 1998: 7).

Diğer yandan, geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki artışın ardında; gelişmiş ülkelerden kaynaklanan “itme etkisi” ve geliştirmekte olan ülkelerin yarattığı “çekme etkisi”nin de rolü vardır. Sözü edilen bu etkiler, her iki ülke grubunun konjonktürel olarak içinde buldukları iktisadi koşulların birer sonucudur. İtme etkisi, gelişmiş ülkelerdeki tasarrufların, söz konusu ülkelerdeki karlılık oranlarının düşmesine bağlı olarak yeni yatırım projeleri arayışında olmalarından kaynaklanırken; çekme etkisi, geliştirmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyon sonucu sahip olmaya başladıkları niteliklerin, bu ülkelerin yabancı sermaye açısından cazip hale getirmesidir (Calvo vd., 1996: 126).

---

<sup>18</sup> Fakat burada bir ironi bulunmaktadır. Liberalizasyon sürecinde IMF destekli istikrar programları geliştirmekte olan ülkelere kamunun küçültülmesi için yapısal reformlar yapılmasını önerirken, gelişmiş ülkelerde ise kamu kesimi gittikçe büyümektedir. Gelişmiş ülkelerdeki kamunun büyüklüğüne bakacak olursak çok farklı rakamlarla karşılaşmaktayız. Örneğin; GSMH içinde kamunun payı İsveç’te %60’ın; Avusturya, Belçika, İtalya, Fransa ve Norveç’te %55’in üzerinde, Almanya, Kanada ve İngiltere’de %40’in üzerinde; ABD, Avustralya ve Japonya’da %35’in üzerindedir. Türkiye’de ise son yıllarda ancak %25’lere ulaşmıştır.

Bu bağlamda üç temel itme etkisinden söz edilebilir. İlk olarak, en gelişmiş ülkelerin 1970'lerle birlikte finansal liberalizasyon sürecine girmiş olmalarının yanı sıra Bretton-Woods sistemi sonrası döviz ticareti ve türev araçların oluşumu hızlanmıştır. İkinci olarak, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyümenin yavaşlamasının, bu ülkelerdeki karlı yatırım olanaklarını azaltmış olması söz konusudur. Üçüncü itici etki ise, kurumsal yatırımcıların öneminin artmasına bağlı olarak çeşitlenen yatırım portföylerine, gelişmekte olan ülkelere ait finansal varlıkların da katılması sonucu gelişmiş ülkelere sermaye çıkışının artmasıdır (Calvo vd., 1996: 126-127).

Yeni sanayileşen ve gelişmekte olan ülkelerin sorunlarının çözümü için tek çıkar yol olarak sunulan Washington Uzlaşısı politikaları "laissez-faire" politikalarının yeniden dirilişi ve bir "neoliberal manifesto" olarak yorumlanmıştır (Stiglitz, 2002). Bu politikaların söz konusu ülkelerde meşruiyetinin sağlanmasında Yeni Siyasal İktisat (New Political Economy)'in sağladığı entellektüel destek finansallaşmanın güçlenmesi açısından oldukça etkili olmuştur.

Uluslararası finansal mimari olarak adlandırılan finansal sistem reformu çalışmaları ana fikrini, Washington Uzlaşısı'ndan almaktadır. Bu çerçevede, uluslararası finansal sistemin yeniden mimarisi çalışmalarının, etkin bir grup olması düşünülen ve gelişmiş büyük ekonomilerin yanı sıra önde gelen gelişmekte olan ülkelerin üyesi olduğu G-20'nin oluşturulması ile güçlendirilmesi planlanmıştır (Brainard, 2002: 195).

Özellikle 1997 Asya krizini takiben hükümetler, uluslararası kuruluşlar, bireysel araştırmacılar ve piyasa katılımcıları finansal krizler ve finansal istikrar konularında pek çok öneri getirmişlerdir. Bu önerilerden bir kısmı IMF, BIS ve yeni oluşturulan "Finansal İstikrar Forumu" (Financial Stability Forum-FSF) gibi uluslararası kuruluşlar düzeyinde değerlendirilmiştir. Konu ile getirilen öneri, yapılan düzenleme ve uygulamalar dikkate alındığında, Asya krizi sonrasında gündeme gelen köklü ve hacimli değişimlerden çok marjinal reform ve kısmi düzenlemelerin gerçekleştirilebildiği gözlenmektedir. Özellikle dikkatlerin daha çok standartlar ve şeffaflık, daha az oranda finansal düzenleme ve denetim üzerinde yoğunlaştığı, çok daha önemli olan sistemik istikrarsızlık ve sonuçları alanında sınırlı mesafe alındığı gözlenmektedir (Akyüz, 2000).

Piyasaların “görünmez eli”nin mükemmel işlediğini varsayan bu reform paketi hükümetlere a) kamu harcamalarının yeniden yapılandırılmasını ve mali disiplin uygulayarak makroekonomik istikrarın sağlanmasını b) ticari ve mali serbestleşme yoluyla ekonominin dışa açılmasını c) yurt içi piyasalar üzerindeki devlet müdahalelerinin kaldırılmasını (kualsızlaştırmayı) ve özelleştirme politikalarını telkin ve tavsiye ediyordu (Gore, 2002). 1980’li yıllar boyunca, yeni liberal ana akım iktisadın “hiçbir ülke küresel ekonominin dışında kalmaz” ve “piyasalar müdahale edilmediğinde mükemmel işler” yaklaşımı, Dünya Bankası, IMF ve WTO’nun “istikrar” programları ve “yapısal uyum” politikalarının temel dayanakları olmuştur. İstikrar politikaları ve uyum programlarının ana doğrultusu tüm piyasalarda (mal ve faktör) görelî fiyatların dünya görelî fiyatlarına yaklaştırmak, kaynak tahsislerinin dış ticarete yönelik sektörler lehine yönlendirmek ve dünya ekonomisiyle serbest rekabet koşullarında bütünleşmektir. Kısa dönemde istikrarı hedefleyen talep yönlü monetarist politikalarla, uzun dönemde dışa açık-ihracat yönlü büyümeyi hedefleyen arz yönlü politikaların bir karışımı olan Washington Uzlaşısı politikalarının nihai amacı, borç krizi içinde bulunan gelişmekte olan ülkelerde dış borç servislerinin düzenli yapılmasını sağlamak ve sürdürülebilir bir borç yönetimi oluşturmaktır (Fine, 2003).

Sürdürülebilir borç yönetimi Washington Uzlaşısı politikaları ile sağlanacak, ülkelerin piyasaları küreselleştirilerek doğrudan yatırımların önünü açacaktır. Doğrudan yatırımlara<sup>19</sup> izin veren ülkeler ise borçlu olduğu zaman faiz oranları üzerinde değişime gidecek, ülkeye sıcak para ithal edecek ve borçlarını finanse edecektir. Tasarruf fazlası olan ülkeler ise bu piyasalarda doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye birikiminden gelir elde edeceklerdir. Kapitalizmin az gelişmiş-gelişmekte olan ülkeleri kendi içine dahil ederek sermaye birikimi için gerekli rekabetçi düzenlemeleri yaratarak, küresel kapitalizmin piyasa ilkelerine dayalı olarak yönetilmesi de bu ülkelerden talep edilen diğer bir amaçtı.

Dönem boyunca kaynak tahsislerinin önerilen programlar doğrultusunda yönlendirilmesinin sermaye birikimi, yatırım profili, teknolojik gelişme ve büyüme süreçleri üzerindeki olumsuz etkileri Latin Amerika ülkelerinde çok daha belirgin

---

<sup>19</sup> Doğrudan yatırımlar ithali, global birikim ve yatırımlara bağlı olarak oluşmuştur. Dünya GDP’sine ilişkin olarak, uluslararası birikim ve yatırımlar son otuz yılda düşme eğilimine girmiştir. Sanayi ülkelerinde dünya ortalaması giderek düşmesi sonucu 1970’lerde %26 olan bu oran yeni milenyumda %20’lere kadar gerilemiştir (Comachovd, 2009: 17).

olmak üzere, pek çok gelişmekte olan ülkede en olumsuz biçimde sanayide yaşanmış, “sanayisizleşme” bu ülkelerin karakteristik bir özelliği olmuştur<sup>20</sup>.

Dönem boyunca yaşanan dış şoklar ve mali/reel krizler nedeniyle istikrarın sağlanamaması, diğer yandan mali disiplinin sağlanması ekonomik serbestleşme, özelleştirmeler ve diğer yapısal reformların önündeki kurumsal engellerin sürmesi, ayrıca yeni liberal politikaların sosyal alanda yol açtığı kutuplaşma, sosyal dışlanma ve gelir eşitsizlikleri piyasa dışı düzenleyici kurumlara olan ihtiyacı artırmıştır. 1990’ların sonlarında Washington Uzlaşısı’nın başarısızlığını ilan etmesi ve reform önerisi ile “*Washington Sonrası Uzlaşma*” (Post-Washington Consensus) adı altında “ikinci kuşak reformlar” olarak yeniden tanımlanmıştır.

### 3.11. Finansallaşma ve Finansal Krizler

Ekonomik krizler son yüzyıldan itibaren derinleşerek vuku bulmaktadır ancak bu durumu daha öncesinde krizleri yokmuş gibi algılamamak gerektir. Önceki yüzyıllarda yaşanan krizler son krizlerden biraz farklı olarak kötü hasat, kıtlık, iklim koşulları gibi nedenlerden dolayı yaşanmıştır. Ulaşım ve ayrıca aşırı devlet müdahalelerinin neden olduğu krizler de gösterilebilir. Klasik iktisat öğretisinde teorik anlamda “*konjonktür dalgaları*” gibi ifadeler kullanılmakta ve bu tür dalgalanmalar daha çok ani dışsal şoklar ya da bazı yanlış karar süreçlerine dayandırılmaktadır. Teorik açıklama bakımından kriz olgusu ve kavramı Marxgil iktisatta, bizzat sistemin işleyişi bağlamında içsel dinamiklerle açıklanmaktadır.

Kapitalizm tarihinin hali hazırda en büyük ekonomik krizi olarak ifade edilen “Büyük Bunalım (1929)” ve ikinci son büyük kriz olan “Mortgage (2007-2008)” krizi bu anlatımı doğrulamaktadır. Marxgil iktisat, krizleri sistemin işleyiş dinamikleri ve sermayenin organik bileşimi bağlamında, *aşırı birikim, kar oranlarının gerilemesi ve sektörler arasındaki dengesizlikler* şeklinde olmak üzere farklı tarzda ortaya çıkan sisteme ilişkin organik dönüşümlerle açıklanır. Diğer bir deyişle krizler, kapitalizmin işleyiş dinamiklerinden kaynaklanır ve çeşitli dönemlerde yaşanan bunalımları aşma mekanizması olarak ortaya çıkar.

---

<sup>20</sup> 1960-1973 döneminde reel GSYİH artışında ilk kuşak yeni sanayileşen Asya ülkelerine (%6,8) yakın bir performans gösteren Latin Amerika ülkelerinde (%5,9) gerçekleşmiştir. 1980’lerdeki düşük büyüme performansının ardından Latin Amerika ülkelerinde 1980-2000 döneminde yıllık ortalama GSYİH artışı (%2,5) Doğu Asya ülkelerinin (Çin dahil) oldukça altında (%6,0) gerçekleşmiştir.



Kapitalizm içsel dinamiğinin esasını sermayenin birikim dürtüsü oluşturur. Sermaye sahibi birikim yapabilmek için kar elde etmeye, bunun içinde üretimi pazara yönelik yapar. Sermaye sahiplerinin yüksek kar ve birikim dürtüsü onu faktör piyasasında monopson, üretim piyasasında ise monopol olmaya iter. Sermaye sahibi faktör piyasasında monopson konumunda olarak emeği, ürün piyasasında monopol konumunda olarak da tüketiciyi aşırı derecede sömürerek karını arttırır ve birikim yapar. Diğer yandan faktör girdilerinin maliyetini azaltabilmek ve ürünün satış değerini yükseltebilmek için sermayeler arasında yaşanan aşırı rekabet, teknolojinin giderek yoğunlaşmasına yol açar. Zira sermaye yapısında yoğunlaşan teknoloji bir yandan aynı alandaki diğer sermayeyi dengesizleştirerek piyasadan dışarıya iter, diğer yandan da emeğin verimliliğini artırarak sömürü oranını yükseltir ve sermaye birikimini hızlandırır.

Emeğin verimlilik artışı ücret artışının üzerinde seyrettiği sürece emek üzerinden sağlanan birikim artar. Üretim sürecinde teknoloji yoğunlaştıkça emek/sermaye oranı emek aleyhine değişerek, emek verimliliğini artmasına yol açarken, aynı zamanda da işsizlik oranının büyümesine neden olur. Bu süreç ilk anda sermaye lehine gibi görünse de, nihai aşamada sistemi çözümsüzlüğe sürükler.

Teknoloji uygulaması emek verimliliğinin artması süreci reel ücretleri baskılayarak kar oranını yükseltirken, aynı süreç işsizliğe neden olarak ürün piyasasının daralmasına yol açar. Buradan anlaşılacağı üzere kar ve birikim dürtüsü ile harekete geçen sermaye, teknolojik boyutunun geliştirilmesi sonucunda hem karşıt sermaye grubunu piyasadan dışlayarak hem de reel ücretleri baskılayarak artık değeri yükseltme açısından önemli bir avantaj sağlarken, süreç sonucunda oluşan işsizlik nedeniyle ürün piyasalarının daralmasına bağlı olarak kar sıkışmasına neden olur.

Kapitalist krizler sermayenin olgunlaşma döneminde kar oranlarının gerileyerek sıkışması sonucunda ortaya çıktığından, sermayenin saldırganlaştığı ve kapitalist maddi ve maddi olmayan ideolojik araçların yoğun olarak kullanıldığı dönemlere denk düşer. Kapitalist üretim sisteminde XIX. yüzyıldan beri gerçekleşen krizlerin zaman içinde etki yoğunluğunun ve sayısının arttığı izlenmektedir.

Örneğin, Charles Kindleberger (2002), XIX. yüzyılın başından 1873 yılına kadar küçük ölçekli 13 tane küresel krizin olduğuna işaret ederken, 1873 ve 1929 yılları

arasında 2 tanesi büyük olmak üzere 7 tane krizin yaşandığını belirtmektedir. Öte yandan, Wesley C. Mitchell (1961), sadece ABD ekonomisinde 1810 ile 1920 yılları arasında biri küresel olmak üzere zaman içinde etki yoğunluğu artan 15 adet krizin yaşandığını saptamaktadır. Bu çalışmanın ardından Paul Samuelson (1976), ABD ekonomisinde 1945 ile 1975 yılları arasında ikisi küresel olmak üzere 7 adet krizin yaşandığını belirtmektedir (Tutan, 2010: 3).

Kindleberger'e göre krizler, üç aşama (Cinnet, Panik ve Çöküş) halinde yaşanır. İlk aşamada cinnet ya da balon sırasında yatırımcılar paradan kaçarak veya borçlanarak reel veya finansal varlıklara yönelmektedirler. İkinci aşama olan panik sırasında ters hareket oluşmakta ve reel veya finansal varlıklardan kaçmaya çalışılmaktadır. Son aşama olan çöküş sırasında ise varlık fiyatlarının düşmesiyle çöküşler ve iflaslar yaşanmaktadır (Kindleberger, 1978).

Buradaki açıklamalar ışığında bizim konumuz açısından önem taşıyan 2008 Küresel Ekonomik Krizin detaylı incelenmesine gerek vardır. Bir sonraki bölümde Mortgage Krizi olarak da adlandırılan bu kriz ele alınacaktır.

### **3.11.1. 2007-08 Mortgage Krizi**

Kapitalist davranış kalıbı içinde hareketlenen finans kesimi birikimi arttırabilmek için daha önce yukarıda açıklandığı gibi, bir yandan finansal araçları çeşitlendirip çoğaltırken, diğer yandan türev finans ürünleri adı verilen yeni alanlar yaratmıştır. Krediler ya da ipotek senetleri türü varlıklar üzerinden yeni kredi kurumlarının destek olarak devreye girmesiyle, finansal kesim bir ağ gibi hızlı bir şekilde aşırı büyümeye başlamıştır. Finans kesiminin reel kesimden daha hızlı büyümesi daha önce ifade edildiği gibi, Marxgil iktisadın “*sektörel dengesizlikler*” olarak andığı kapitalist krizlerin nedenleri arasında gösterilmektedir.

Yaşanan 2008 krizi de buna benzer şekilde gelişmiştir. Finansallaşmanın ilk hareketlerinin başladığı ABD’de 2002 yılından itibaren görece düşük saptanan faiz oranları, başta ipotekli kredilerle ev alımları olmak üzere genelde tüketimi kamçulamıştır. Finansal kuruluşlar piyasalara sürdükleri ipotek kredi veya sigorta vb. gibi çeşitli finansal ürünleri çoğaltıp bunların satış alanlarını genişletmeye yönelince, kredi ile ifade edilen varlıklara dayalı yeni krediler ve fiktif varlıklar ortaya çıkarak

finansal alanı olağanüstü şekilde genişletmiştir. “*Hedge Fund*” olarak adlandırılan yapay fonlarla kredi araçları olağanüstü boyutlarda geliştirilmiş ve reel kesimle arasında organik bağı kopan finans kesimi, reel kesimin boyutlarını aşarak rakamsal olarak sanal ortamda aşırı şekilde genişlemiştir. Böylesi yapay mekanizma sonucunda genişleyen talep, yapay olarak ev ve diğer servet unsurlarının fiktif değerlerini yükselterek bireylerde spekülasyon algılamasını geliştirmiştir. Ancak ipoteğe bağlı kredilerin ya da diğer kredilerin vadeleri gelip ödenme koşulları oluştuğunda, var olan borcun bireysel gelire olduğu kadar bizzat kredili emlak veya ürünün piyasa değeri ile ödenemediği görüldü.

Başka bir deyişle kredi kullanmış olan borçlunun reel piyasadaki emek değişim değerinin de, ipotekle alınmış olup kağıt üzerinde değeri sanal olarak yükselmiş olan gayrimenkulün değerinin de borcu karşılayamadığı ortaya çıkınca, finansal piyasalarda hissedilen ilk sarsıntı ile sistem tıkanı. Borçların geri dönüşümünde yaşanan güçlük finansal kurumların çökmesi yanında piyasalarda tüketici güveninin sarsılmasına ve panik oluşumuna neden olarak, reel sektörde talebin gerilemesine yol açmış ve finansal alanda yaşanan krizin reel sektöre yansımalarına neden olmuştur.

Mortgage krizini tetikleyen nedenleri anlamak için 2001’de yaşanan *dot.com* balonunun patlamasına kadar geri gitmek gerekmektedir. *Dot.com* krizinin yarattığı ekonomik durgunluk sorununu çözmek amacıyla ABD Merkez Bankası (FED) 2001-2006 döneminde gevşek para politikası izlemiş ve faiz oranlarını %6,5’den %1 seviyesine kadar çekmiştir. Düşük mortgage faiz oranları, mortgage finansmanını ucuzlatmış ve global yatırımcıların mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlere olan talebi artmıştır. Söz konusu dönemdeki kredi verme standartlarındaki düşüş, kredi almanın kolaylaştırılması (düşük peşinat ödemesi, düşük servis ücreti) ve konut fiyatlarında uzun zamandır gözlenen artış eğilimi, kişilerin konut kredisi (özellikle değişken faizli kredi) almalarını özendirici faktörler olmuştur. Kredi almak isteyen kişiler mortgage kredi ödemelerinde sorun yaşasalar bile kredilerini kolaylıkla ve çok daha iyi koşullarda tekrardan finanse edebileceklerini düşünmüşler ancak beklenenin aksine 2006 ve 2007 yıllarında faiz oranlarının artış göstermesi ile birlikte ABD’nin birçok bölgesinde konut fiyatlarında gözle görülür düşüşler yaşanmıştır.

Soros (2008) de vurgulandığı gibi, 2001'den sonra faiz oranlarının düşük olması nedeniyle İngiltere ve Amerika'da büyük konut balonu yaratılmış ve bankalar yoksul işçileri bile borçlanarak ev almaya teşvik etmiştir. “Balonlar çoğunlukla finansal krizlere götürür. Krizler de karşılığında, finansal piyasaların düzenlenmesi ile sonuçlanır. Finansal sistemin periyodik krizleri, düzenleme reformlarının nedeni olmaktadır” (Soros, 2008: 94).

Diğer yandan bu dönemde bankalar, yatırım bankacılığı işlemlerini mortgage piyasasında kullanmaya başladılar. Böylece ticaretten çok daha yüksek karlar elde ettiler. Spekülasyonların daha önceleri görülmemiş seviyelere ulaşmasıyla bankalarda açılan krediler arttı. Bu kredilerin miktar ve tutarlarındaki artıştan çok kredilerin geri ödenmesi önemli bir sorundu. 2000'den 2005'e ortalarına kadar, konut piyasasının mevcut değeri %50'den daha büyük bir oranda büyümüş ve yeni inşaat yapımında bir çılgınlık yaşanıyordu (Soros, 2008: 3). Soros'a göre firmaların marjinal masrafları piyasa fiyatına eşit bir düzeyde olduğunda ve her tüketicinin, marjinal yararlılığı piyasa fiyatına eşit üretim yaptığında denge oluşur (Soros, 2008: 73).

Amerika'da durağan seyreden hatta giderek düşen reel gelirler ile kredi borçları arasında ters bir korelasyon vardı. Bu da beklenen sonucu kaçınılmaz kılıyordu. Vadelerde yaşanan aksama devasa çöküşü hızlandırırken ve nitelik talep düşüşü beraberinde, borçluların temerrüde düşmesini ve son olarak likidite krizini yaşanması sonucunu doğurdu.

Kapitalizmin geçen yüzyılda yaşadığı ve bu yüzyılda da yaşamaya devam ettiği krizlerin ön plana çıkarttığı olgu finans sektörünün giderek sofistike hale gelmesidir. Finansın bağımsız bir sektör olarak kendi kar marjlarını belirleyecek biçimde hareket eder durumu ise bu sektörün kontrolünü, monitör edilmesini ve belli kurallar çerçevesinde hareket etmesini sağlamayı belli bir meydan okuma olarak dayatmaktadır. Çoğu kez var olan regülasyonları aşabilen bir dinamikliğe sahip bankacılık kesiminin düzenlenmesinin karmaşık ve değişimlere açık bir süreç olduğu aşikardır. Türkiye'deki finans piyasalarının ve kurumlarının regülasyonu ise bir sonraki bölümde ele alınacaktır.

## **BÖLÜM IV**

# **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA SÜRECİNİN ANALİZİ**

Bundan önceki ikinci ve üçüncü bölümler kapitalizmin dünyadaki evrimini, finansallaşmanın bu evrim içerisinde ulaştığı boyutu ve finansallaşma olgusunun teorik değerlendirilmesini ele almıştı. Bu bölümde ise esas olarak 1980 sonrası Türkiye ekonomisinin finansal yapısı incelenerek, finansallaşmanın Türkiye’de ulaştığı boyut incelenecektir. Finansal sistemdeki dönüşümün daha iyi anlaşılması için, 1980 öncesi finansal yapıya kısaca değinilecektir. Daha sonra ise, Türkiye ekonomisindeki finansallaşmanın ulaştığı boyutlar ekonometrik bir analiz ile belirlenmeye çalışılacaktır.

### **4.1. 1980 Öncesi Türk Ekonomisi ve Finansal Sisteminin Genel Yapısı**

Türkiye’de 1980 öncesi finansal sistemin yapısı o dönemin kalkınma anlayışıyla yakından bağlantılıdır. Bilindiği gibi, 1970’li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin yanı sıra Türkiye’de de ithal ikameci ve devletin öncülüğüne dayanan kalkınma politikası uygulanmaktaydı. Bu uygulamanın arkasında, devletin bir yandan yaptığı yatırımlarla kalkınmanın itici gücü olması, diğer yandan finansal sistemi kontrol etme yoluyla düşük faiz politikaları izlemesi ve böylelikle de özel yatırımı teşvik etmesi anlayışı bulunmaktaydı. Bu anlayış çerçevesinde 1980 öncesi Türkiye’de finansal sistemin özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Özer, 2003: 4):

- i. Öncelikle, finansal sektörde devlet düzenlemeleri baskındır. Mevduat ve kredi faizleri üzerinde doğrudan kontroller vardır. Bu da yüksek enflasyon oranıyla birleşince ekonomide negatif reel faizler görülmektedir.
- ii. Yüksek karşılık oranları söz konusudur. Bu nedenle bankacılık sistemi yüksek maliyetlerle çalışan bir yapı göstermektedir.
- iii. Kredi tayinlaması olgusu yaygındır.
- iv. Finansal kazançlar üzerinde yüksek vergi oranı vardır.
- v. Şirketler sermaye piyasasına başvurmak ya da öz kaynak kullanmak yerine banka kredilerine aşırı bağımlı durumdadırlar.

- vi. Kurumsallaşmış finansal piyasalar yoktur.
- vii. Yabancı bankalara ve yeni kurulacak yerli bankalara yönelik piyasaya giriş engelleri vardır.
- viii. Kamu sektörü açıkları yaygın bir şekilde parasallaştırma yoluyla finanse edilmektedir.
- ix. Bankalar ve mali olmayan kuruluşlar arasında sahiplik ilişkisi yaygın bir özelliktir.
- x. Döviz işlemleri önemli ölçüde sınırlandırılmıştır.

Türkiye Ekonomisi'nin makroekonomik durumu 1960'lı yıllarda genel olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Makroekonomik istikrarsızlığın temel göstergesi olarak değerlendirilebilecek enflasyon oranları ise, bu dönem itibariyle gelişmekte olan ülkelere benzer düzeylerde bulunmaktaydı. Ancak 1970'li yılların ilk yarısında, özellikle de yoğun kamu yatırım harcamalarından dolayı mali dengeler bozulmaya ve makroekonomik istikrarsızlıklar yükselmeye başlamıştır (İsmihan, 2008: 4).

Türkiye Ekonomisi 1970'li yılların başında ekonomik bunalım belirtileri göstermeye başlamış ve 1970'lerin ikinci yarısından sonra ekonomik bunalım göstergeleri netleşmiştir. Bu dönemdeki ekonomik bunalımın en belirgin göstergeleri, dış ödemeler dengesi problemleriyle birlikte döviz darboğazlarından oluşmaktadır. Uygulanan ithal ikameci ekonomi politikasının sonucu olarak; 1973 yılında petrol fiyatlarındaki artış ve bunun dünyada yarattığı olumsuz etkiler ekonomik bunalımı tetiklemiştir. Petrol krizi dünya ekonomisinde daralmaya neden olduğundan bir yandan ihracatı olumsuz etkilemiş ve dolayısıyla dış açıkların artmasına neden olmuştur. Diğer yandan dış dünyada yaşanan krize rağmen, siyasi iktidarın (koalisyon hükümeti) genişletici maliye politikasını uygulamaya devam etmesi, enflasyonun artmasına ve sabit kur politikasının benimsendiği bir ortamda kurların değerlenmesine neden olmuştur. İthal ikameci sanayileşme politikasının doğasından kaynaklanan sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. İthal ikameci ekonomi politikaları tüketim mallarının üretimi aşamasında başarı ile uygulanmıştır. Ancak yatırım malları üretimine geçildiği aşamada artan ithalat için döviz ihtiyacının karşılanması önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır (Öniş, 1999).

Özetle Türkiye'de özellikle petrol fiyatlarındaki artış, 1974 Kıbrıs Barış Harekatı'nın neden olduğu ABD ambargosu, yurtiçinde uygulanan genişletici maliye

politikaları sonucu artan enflasyon ve değerlenen TL, ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etkilere yol açmıştır (Kepenek, 1990: 184).

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde, finansal sistem ağırlıklı olarak bankaların hakim olduğu bir yapıyı temsil ediyordu. Bankacılık sistemi ise, hem kamu kuruluşu niteliğindeki bankaların çokluğu ve büyüklükleri hem de devlet düzenlemelerinin yoğunluğu nedeniyle, kamu kesiminin etkisi altında bulunuyordu. Diğer yandan, bu dönemde finansal derinlik yok denecek kadar azdı. Finansal varlık çeşitliliği sadece banka mevduatları ve devlet tahvilleri ile sınırlıydı. Bu durumda finansal sağlığın bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla, 1980 öncesi Türk finansal sisteminin derinlik kazanamadığı ve görece olarak önemsiz kaldığı, bu nedenle de ekonomik büyüme için gerekli aracılık fonksiyonunu yeterince yerine getiremediği iddia edilebilir. Nitekim 1980 öncesindeki ithal ikameci sanayileşmenin finansmanı, daha çok yurtdışında çalışan işçilerin ülkeye yolladıkları dövizler ve dış borçlanma sayesinde gerçekleştirilmiştir (Esen, 2000: 7).

Sermaye piyasalarının bulunmadığı ve finansal sistemin tamamının neredeyse bankacılık sektöründen oluştuğu bir finansal sektör bulunmakta, kamu ve özel sektör ticari bankalarının, finansal piyasaların temel işlevlerini yerine getiren kurumlar olduğu görülmektedir. Bankacılık kesimi genellikle mevduat toplayıp kredi vermek şeklindeki klasik bankacılık görünümünü sergilemektedir. Yabancı bankaların faaliyette bulunmaları ve şube açmaları yasaklanmış veya sınırlandırılmıştır. Ayrıca kambiyo rejimi uygulandığından yerleşik kişilerin döviz bulundurmaları da kısıtlanmıştır (Toprak, 1993: 20; Binay ve Kunter, 1999: 31-32).

Görülmektedir ki, 1980 öncesi dönemde Türkiye’de finansallaşma olgusuna, finansal piyasaların az gelişmiş olması dolayısıyla rastlanmamaktadır. Finansallaşma yaklaşımının geçerli olabilmesi için öncelikle borç sağlayacak etkin bir finansal sistem, finansal derinliğin olması gerekmektedir. Türkiye ekonomisine bakıldığında ise, finansal derinlik finansallaşma olgusu ile ilişkilendirildiğinde, böyle bir mekanizmanın olmayışı nedeniyle bu bulgular gözlenememektedir.

## 4.2. 1980 Sonrası Finansal Piyasalardaki Gelişmeler

Türkiye’de 1980 öncesi uygulanan ithal ikameci model, ekonomide olumlu sonuç vermemiş ve ülke ekonomik krizlerle karşı karşıya gelmiştir. 24 Ocak Ekonomik İstikrar Kararları, 1980 yılına doğru ağırlaşan, giderek de kriz niteliği gösteren sorunlara karşı ekonominin yeniden yapılandırılması çabası olarak görülmelidir. Programın temel niteliği, o dönemin ekonomik ve siyasal düşüncesine paralel olarak, serbest piyasa sistemine dayanan dışa açık kalkınma modelinin benimsenme yaklaşımının olmasıdır.

Serbest piyasa modelinin bir parçası olarak yürütülen finansal liberalizasyon politikalarının ardında ise, iktisat kuramında 1970’li yıllar ile beraber tartışılmaya başlanan, yüksek faiz oranlarının toplam tasarrufları arttırarak yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi teşvik ettiğine ilişkin görüşler bulunmaktadır. Bu anlayışa göre, finansal sistemin baskı altına alındığı ve negatif reel faiz oranlarıyla sonuçlanan düşük faiz oranı politikasının uygulandığı ekonomilerde, fonlar banka sistemine yönelmemekte, bu nedenle yatırımları finanse edecek yeterli kaynak bulunmamakta ve sonuç olarak ekonomik büyüme yavaşlamaktadır (Rittenberg, 1991: 151). Bu anlayışa bağlı olarak, büyümenin yeniden sağlanması için finansal liberalizasyon politikaları önerilmiştir. Böylelikle, faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılmasıyla yükselen faiz oranları toplam tasarrufları arttıracaktır. Ayrıca finansal liberalizasyon ile birlikte finansal sistemin daha etkin olarak işleyeceği düşünülmektedir.

Böylelikle bir yandan toplam tasarrufların artması, diğer yandan da serbest piyasa koşulları içinde bu kaynakların daha etkin dağıtılmasıyla birlikte yatırımlar ve büyüme artacaktır. Türkiye ekonomisinde 24 Ocak Kararları ile beraber yeniden yapılanmanın arkasında böyle bir beklentinin olduğu düşünülebilir. Özellikle, 1980 öncesinin baskı altına alınmış ekonomik yapısının, ekonomik sistemin istikrarsızlığı yarattığı yönündeki yargılar, bu sorunların çözümünün ekonomik sistem üzerindeki düzenlemelerin kaldırılması ya da gevşetilmesine yönelik politikaların izlenmesini de beraberinde getirmiştir. Ancak ekonominin dönüştürülmesi ve finansal sistemin liberalizasyonu programı aşamalı ve nispeten uzun bir süreç almıştır.

Türkiye’nin liberalizasyon politikalarını uygulamaya koyması dünyadaki genel yönelişe paralel olmakla birlikte, esas olarak 1970’lerin sonlarında yaşadığı ekonomik



krizlerin etkisiyle olmuştur. Krizden sonra uygulamaya konulan 24 Ocak İstikrar Programı Türkiye ekonomisi için temel dönüşüm olarak adlandırılabilir. 24 Ocak İstikrar Kararlarının kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki temel amacı söz konusudur. Kısa vadede fiyat istikrarı ve dış ödemeler dengesi sorununu çözmek, uzun vadede ise ticari ve finansal liberalleşmeye giderek dünya ekonomisiyle bütünleşmeyi sağlamaktır<sup>21</sup>.

1980’li yılların başlarında mali sistemde, para piyasası dışında ekonomiyi destekleyen başka piyasaların olmayışı, bankaların ekonomik hayatta parasal hareketlerin tamamına yakın bir kısmını kontrol altında tutması, pozitif reel faiz olgusu serbest faiz politikası ile birleşince de banker kuruluşların faaliyetlerini artırmıştır. Serbest faiz politikasının bir yandan birikimleri bankacılık sektörüne çekerek verimliliği arttırması, diğer yandan ise banker iflaslarının yaşanması nedeniyle büyük kaosa yol açmıştır. Bu yaşanan olumsuzluklar daha sonraki yıllarda devlet bankalarının öncülüğünde güdümlü faiz politikasına geçişi sağlamıştır.

1980’li yıllar, tüm dünyada finans sektörünün yeni bir evrim yaşamasına ve liberalleşmesine şahitlik etmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, finansal sistem üzerinde bulunan doğrudan devlet müdahaleleri ve aşırı düzenlemeler azaltılarak, finansal liberalizasyona gidilmiştir.

24 Ocak İstikrar Programı öncelikle; döviz darboğazına çözüm bulmayı, enflasyon hızını düşürmeyi ve büyüme hızını yükseltmeyi hedeflerken; ekonomide devlet müdahalesini en aza indirerek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmayı amaçlamıştır. Bu çerçevede, fiyat kontrollerinin ve sübvansiyonların kaldırılması, kamunun ekonomideki rolünün azaltılması, özel sektörün rolünün artırılması, özel yatırım ve tasarrufların uyarılması, dış ticaretin serbestleştirilmesi, gümrük vergilerinin azaltılması, sermaye girişlerinin kolaylaştırılması, özelleştirmelerin gerçekleştirilmesi ve vergi sisteminin reformdan geçirilmesi hedeflenmiştir.

---

<sup>21</sup> 1978-80 dış ödemeler dengesi bunalımı Türkiye’yi derinden etkilemiştir. Petrol fiyatları bunalımını geride bırakan Türkiye’nin krize girmesinin en önemli nedeni DÇM (Dövizle Çevrilebilir Mevduat Hesapları)’lerdir. Başta Meksika olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkede 1982 yılında “Dış Borç Bunalımı” olarak bilinen kriz, Türkiye’de diğer ülkelere göre 5 yıl erken meydana gelmiştir. Petrol fiyatlarının 4 kat arttığı 1974-76 yıllarında Türkiye’nin ticaret hadleri diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte bozulmuştur. Ancak bu bozulma Türkiye için GSMH’nin %7.1’i kadar kayıp oluştururken, diğer ülkeler için %4.2’lik bir kayıp oluşturmuştur. Birçok ülke Türkiye’den daha büyük şok yaşamasına rağmen bunalıma girmemişlerdir. Yugoslavya, Filipinler, Portekiz, İsrail ve G.Kore’nin dış açığı 1975’ten sonra %2 civarında olmasına rağmen, Türkiye’nin açığı büyümeye devam etmiş ve 1977 yılında GSMH’nin %7.1’ine ulaşmıştır. 1978-80 döneminde dünyada ertelenen dış borçların %70 kadarı Türk dış borçlarından oluşmuştur (Celasun ve Rodrik, 1989: 632).

İç borçlanma açısından durum daha da farklı bir seyir izlemiştir. 1980 sonrası mali serbestleşme çerçevesinde gelişen mali piyasalarla, tasarruflar bu piyasalara çekilmiş ve böylece 1981 yılından itibaren kamu açıkları Merkez Bankası kaynakları yerine doğrudan bono ve tahvil satışı yoluyla karşılanması ilkesi benimsenmiştir. 1985 Mayıs ayından itibaren ihale yöntemiyle hazine bonusu ve devlet tahvili satışlarına başlanmıştır (Uysal, 1995: 193).

Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyonun ilk aşaması, köklü reformlardan çok var olan düzenlemelerin kaldırılmasını kapsamıştır (Toprak, Metin, 1996: 72). Bu yönde uygulanan politikaların ilki, Haziran 1980’de mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılması olmuştur. Bunu küçük bankaların yüksek faiz oranlarıyla mevduat toplama çabaları izlemiştir, ancak bu bankaların kredi maliyetlerinin yüksek olması ve verilen kredilerin geri dönüşünde sorunlar yaşanması, bir bankacılık krizine neden olmuştur. Bu bankacılık krizinden sonra en büyük dokuz bankaya mevduatlar üzerindeki faiz oranlarını belirleme hakkı verilmiş, ancak bankaların mevduat faiz oranlarının yeteri kadar yüksek tutmaması nedeniyle bu yetki yeniden Merkez Bankası’na devredilmiştir. Faizler üzerindeki serbestleştirme 1987 yılında gerçekleştirilmiştir. O dönemde görülen negatif reel faiz oranlarının da etkisiyle 1987 yılında bir senelik mevduat faizleri ve 1988 yılında da tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.

1988 yılında ihracata dayalı büyüme modelinde tıkanma yaşanmasıyla birlikte, kamu açıklarının finansmanı için yetersiz olan yurtiçi tasarruflar, yurtdışı tasarruflara ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. 1989 yılında başlatılan uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler tam da bu tıkanıklığa denk gelmiştir. Bu dönemden sonra kamu açıklarının büyük ölçüde, reel faizlerin de yüksek olması nedeniyle, kısa vadeli sermaye girişleriyle karşılanması yoluna gidilmiştir. 32 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile uluslararası finansal sermayenin Türkiye’ye giriş ve çıkışlarının, henüz ürün piyasalarında rekabetçi ortam sağlanmadan ve dış ticaret kalemlerinde olumlu sonuçlar alınmadan kaldırılması, önemli sorunları da beraberinde getirmiştir. Döviz kuru ve faiz haddi gibi parasal araçların istikrarsız makroekonomik yapısı nedeniyle manevra yeteneklerinin sınırlılığı, Türkiye’nin diğer yapısal sorunlarıyla birleşince liberalizasyon sonrası sorunları daha da artırmıştır (Yeldan, 2009: 127-128).

Dış sermaye hesabının liberalizasyonu, 1980 yılında başlayan ekonomik ve finansal reform sürecinin son aşamasıdır. 1980 sonrası liberalizasyon süreci tam olarak 1989 yılında tamamlanmıştır. Sermaye hesabının liberalizasyonu 1983 ve 1984 yıllarındaki 28 ve 30 sayılı kararnamelerle başlamıştır. Bu dönem Türkiye’de 1982 yılında patlak veren Bankerler Krizi dolayısıyla sekteye uğramış, 1989 yılında alınan 32 sayılı karar ile tamamlanmıştır.

Bu kararnamelerle sermaye hesabıyla ilgili kısmi bir liberalizasyona gidilmiş, 11 Ağustos 1989’da Resmi Gazetede yayınlanan “32 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname” ile tam liberalizasyona geçilmiştir. Bu kararname ile Türkiye’de yerleşik kişiler bankalardan, özel finans kurumlarında herhangi bir sınırlama olmaksızın döviz satın alma hakkını elde etmiştir. Yine kararname ile yabancılara devlet tarafından iç borçlanma kağıtları alma imkanı, bankalar ve özel finans kurumlarına yurtdışından borçlanma kağıtları alma imkanı verilmiştir. En önemlisi de kısa vadeli sermaye (portföy yatırımları) üzerindeki tüm yasal engellerin bu kararname ile birlikte kalkmış olmasıdır.

Bu dönemde Türk finansal sisteminin gelişimini belirleyen üç ana süreç vardır. Bunlardan birincisi finansal serbestleşme çerçevesinde geliştirilen araçların çoğunluğunu kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymetlerin oluşturması, ikincisi TL’nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit (dolarizasyon); üçüncüsü de, spekülâtif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlıktır (Yeldan, 2009: 128-129).

Türkiye 1989 yılında tam liberalizasyona geçtikten sonra, daha çok dışsal faktörlere bağlı olarak kriz boyutlarında istikrarsızlık yaşamıştır. İlk finansal kriz 1994 yılında meydana gelmiştir. Bu krizin ardından 10 yıl geçmeden 2000-2001 finansal krizleri ortaya çıkmış ve ardından sıkı istikrar programları uygulamaya konulmuştur. Bu krizlerin ikisinde de kısa vadeli sermaye hareketleri tetikleyici rol oynamıştır.

Türkiye’nin hem ticari hem de finansal anlamda liberalleşmesi, tam anlamıyla bir “*prematüre liberalleşme*” olmuştur (Rodrik, 1990: 4-8). Dolayısıyla, liberalizasyon politikalarının önkoşullarını sağlamadan, tam liberal bir ekonomik düzenin oluşturulması Türkiye’yi 1990’ların sonunda gerçeklerle yüz yüze getirmiştir.

#### 4.2.1. 2000-2001 Finansal Krizleri

1998 yılı ortalarında gerek yurt içi gerekse yurt dışı ekonomik gelişmelerin olumsuzluğu karşısında Türkiye IMF ile “Yakın İzleme Anlaşması” yapmak durumunda kalmıştır. Bu anlaşma; bütçenin faiz dışı fazla vermesi hedefine uygun olarak kamu harcamalarının azaltılması, özelleştirmenin hızlandırılması, sosyal güvenlik reformu, banka sermayelerinin güçlendirilmesi, kur politikalarının enflasyon ile uyumlu seyrinin devamı ve TCMB’nin kamu kesimine kullandığı kredilerin sınırlandırılması hedeflerini benimsemiştir. IMF ile yapılan anlaşma hedefleri doğrultusunda yapılması gerekli düzenleme ve uygulamaların çeşitli gerekçelerle yerine getirilememesinin etkisiyle de Türkiye’de 1998-1999 yıllarında, makroekonomik göstergelerde ciddi bir bozulma gözlenmiştir. Talep yetersizliğinden kaynaklanan ekonomik durgunluğun olduğu bir ortamda iç borç stoku ve borç servisi oranları yükselmiş, bütçe ve kamu açıkları genişlemiştir (Fisunoğlu, 2003: 282-283).

Bu süreçte diğer önemli bir nokta ise, yukarıda değinildiği üzere yapısal sorunlar nedeniyle bankacılık sektöründeki olumsuz gelişmelerin, ekonominin bütününe tehdit eder hale gelmesi olmuştur. Döviz açık pozisyonlarını arttırarak devlet iç borçlanma araçlarının başlıca müşterisi olan özel ticari bankaların, karlarını arttırdıkları ölçüde asıl faaliyet alanlarından uzaklaştıkları ve kırılgan finansal bir yapıya sürüklendikleri gözlenmiştir. Bu kırılganlığın bir sonucu olarak 1998-1999 yıllarında sekiz banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmiş ancak sektördeki yapısal bozuklukların çözümü için gerekli düzenlemelere gidilmemiştir. Yüksek enflasyon ve yüksek risk primlerinin yarattığı reel yüksek faiz ortamında, bankalar karlarının çok büyük bir kısmını kamu borçlanma araçlarından sağlarken, karlılıklarının devamı anlamında buna bağımlı hale gelmişlerdir. Bu ortamda, bankacılık sektörü aktiflerindeki, kamu borçlanma araçlarının finansmanının sürdürülebilmesi için oluşturulan önemli miktardaki açık pozisyonları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini tetikleyen, TL’ye saldırıda önemli rol oynamıştır (BDDK, 2000: 9-10).

1999 yılı sonunda Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı ve sürdürülemez boyutlara ulaşan makroekonomik dengesizlikleri aşmak amacıyla, 2000 yılı başında orta vadeli ve kapsamlı bir makroekonomik program hazırlanarak uygulamaya konulmuştur. Bu programın temel amaçları; üç yıllık bir dönem sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, kamu finansman dengesini sağlıklı bir yapıya kavuşturmak

ve ekonomide sürdürülebilir bir büyüme ortamını tesis etmek olarak belirlenmiştir. Uygulamaya konulan makroekonomik program dört ana unsura dayandırılmıştır. Kamu kesimi faiz dışı dengesinde yüksek oranlı bir iyileşme sağlamayı hedefleyen maliye politikaları programın birinci unsurunu oluşturmuştur. İkinci unsur, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasıdır. Enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikaları ile kamu dengesinde öngörülen iyileşmeyi ve enflasyondaki düşüşü kalıcı kılabacak yapısal reformlar, programın diğer temel unsurlarını oluşturmuştur (BDDK, 2000: 10).

Türkiye’de yaşanan enflasyonun temelinde “yapışkan nitelikli beklentiler” yattığı tespitinden yola çıkarak uygulamaya konulan istikrar programında, öncelikle 1 dolar +0.77 eurodan oluşan bir kur sepeti yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması TCMB tarafından belirlenerek 2000 yılı sonuna kadar TL’nin yüzde 20 oranında değer yitirmesi planlanmıştır (Yeldan, 2001: 190). Programın pasif tarafını oluşturan para politikası açısından en belirgin temeli TCMB’nin Net İç Varlıkları üzerine konan sınırlama olmuştur. Buna göre TCMB yalnızca döviz girişleri karşılığında yaratacağı TL’yi piyasaya verecek ve ek likidite ancak bu yolla sağlanabilecekti (Eğilmez ve Kumcu, 2003: 321). “Para Kurulu”nu andıran ve parasal tabanın, net dış varlıklara dayandırıldığı, kurala dayalı para programı uygulaması ile para arzındaki genişleme doğrudan doğruya piyasa güçlerine terk edilerek enflasyonist baskıların hafifletilmesi planlanmıştır (Uygur, 2001: 46).

Programın açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama yüzde 106’ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999’da ulaşmış olduğu yüzde 66.6’dan yüzde 34.1’e düşmüştür. Faiz oranlarındaki bu beklenmedik ve hızlı düşüş, enflasyonla mücadelede gerçekten önemli sorunlar yaratmıştır. Ertelenmiş tüketim taleplerinin hızla devreye girmesi sonucunda bankaların düşük faizlerle önerdikleri bireysel kredilerin de desteğiyle tasarruflar tüketime kaymış, sonuçta talep canlı kaldığı için enflasyondaki düşüş beklenen hızda olmamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2003: 321-322).

Reel olarak aşırı değerlenen TL, ithal malları alımını cazip kılarken, ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açmıştır. Önemli dış ticaret açığı verilmesine yol açan bu süreçte; otomobil ithalatı yüzde 112, tüketim malı ithalatı yüzde 31.7, yatırım malı ithalatı ise yüzde 29.2 oranlarında artmıştır (İzmirlioğlu, 2000: 61).

Program, cari açığı, GSMH'nın yüzde 1.5-2'si dolayında yani 3-4 milyar dolar arasında öngörmüş, oysa gerçekleşme 9.8 milyar dolar, diğer bir ifadeyle GSMH'nın yüzde 4.8'i oranında olmuştur (Uygur, 2001: 46). Cari açığın beklenenden yüksek çıkmasının altında, TL'nin aşırı değerlenmesinin yanı sıra, Türkiye'nin dış ticaretinin büyük bölümünü gerçekleştirdiği Avrupa Birliği ülkeleri para birimi euronun dolar karşısında beklenmedik düzeyde değer kaybetmesinden dolayı bu ülkelere yapılan ithalatın artması ve petrol fiyatlarının 1999 yılına göre önemli oranda yükselmiş olması yatmaktadır (Yay vd., 2001: 46).

Programın bir başka önemli etkisi, geleceğe ilişkin kur gelişmeleri belirlenmiş olduğundan, diğer bir ifadeyle devalüasyon riski ortadan kalktığı için, bankaların açık pozisyonlarını yükseltmeleri yönünde olmuştur. Ekim 2000'de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun devreye girmesi, bankaları açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok hızlı ve ani davranışlar içine sokmuştur. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini arttırmaya yönelmişler, likidite talebindeki artış ise doğal olarak faizlerin yukarı yönlü hareketlenmesi sonucunu getirmiştir. Faizlerdeki bu tırmanma, yüksek miktarda Hazine kağıdı taşıyan ve bunların repo işlemlerinde kullanılan bankaları sıkıntıya sokmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2003: 329-330).

Yüksek enflasyona bağlı olarak, yüksek getiri sağlayan kamu borçlanma araçlarından elde ettikleri kazançlara bağımlı hale gelmiş olan bankalar, dezenflasyon sürecinde daha da kırılgan bir yapının oluşmasına neden olduklarından, izlenen iktisadi politikalarda önemli bir çelişkiye yol açmışlardır (Akgüç, 2001: 32). Çünkü bütçe açıkları aşağı çekilerek kamu maliyesinin durumunun düzeltilmesi hedefinin büyük ölçüde gereksinim duyduğu nominal ve reel faiz oranlarının aşağı çekilmesine yönelik iktisadi politikalar, aynı zamanda birçok bankayı zor durumda bırakarak kriz sürecine hız ve derinlik kazandırmıştır.

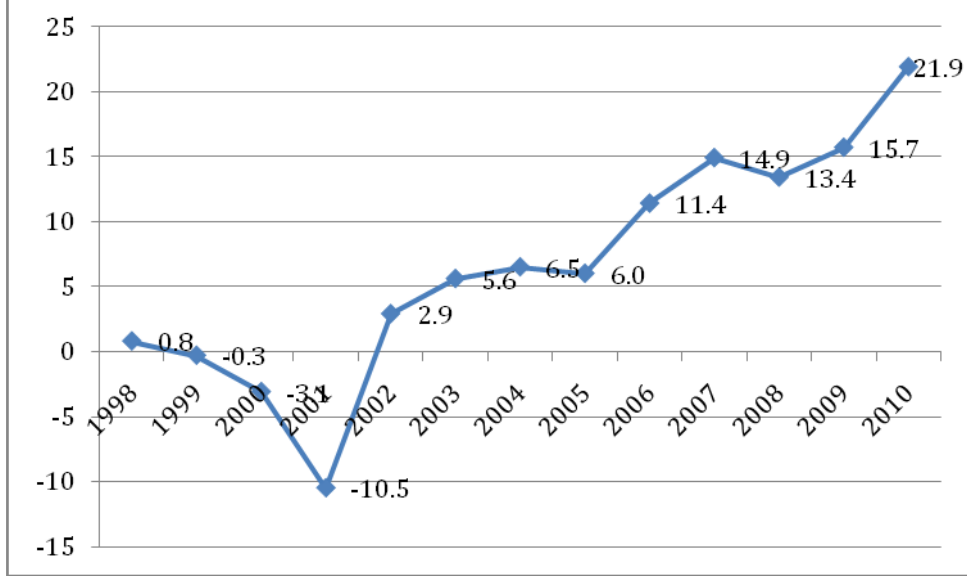
Türkiye'de Aralık 1999'da uygulamaya konulan istikrar programı, diğer gelişmekte olan ülkelere önceden gözlemlendiği şekilde önemli bir sermaye girişi, ekonomik faaliyetlerde artış, iç talepte canlanma, ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının büyümesi ve hızla artan kur riski sonuçlarına yol açarak Kasım 2000'e kadar sürmüştür.

Kasım 2000’de piyasalarda baş gösteren likidite sıkıntısı sırasında TCMB program dahilindeki Net İç Varlık hedefinden sapmamak adına beklemede kalınca, TL’ye olan güven tamamen sarsılmış, sonradan TCMB tarafından yaratılan likidite yine TCMB’ye döviz talebi olarak geri dönünce döviz rezervleri iyice erimiştir. Yaşanan likidite krizi sonrasında IMF ile yeni bir anlaşma yapılmış, 10,5 milyar dolarlık kredi olanağı karşılığında finans sektörünün yeniden yapılandırılması dahil yeni taahhütler verilmiştir. Bunun yanı sıra, bankacılık kesiminde mevduat sahiplerine ek garantiler sunulmuştur (Boratav ve Akyüz, 2002: 32). Sonuçta TCMB, 2000 Kasım ayında döviz hedef alan yoğun spekülasyon saldırısı; çok yüksek faiz oranları ile önemli döviz rezervi kayıplarını ise IMF kredisi yardımıyla durdurabilmiştir.

Her ne kadar IMF’den sağlanan ek rezerv kolaylığı, kısa vadeli sermaye girişleri ve programı güçlendirici önlemler olarak görünse de, Kasım 2000 Krizi ve Şubat 2001 Krizi birbirinden bağımsız kılınmaz. 19 Şubat 2001’de Kamu Bankaları’nın “Döviz Krizi” ortaya çıkmıştır. Kasım Krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasalar bir anda kendini yeni bir şokla yüz yüze getirmiştir. Diğer yandan Şubat 2001 Krizi ekonomik istikrar yanında siyasal istikrar ve güven unsurunun ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Ekonomi ile politikanın birbirini besleyen öğeler olduğu ayrıca gözlenmektedir. Kasım Krizinde TL pozisyonlarını koruyan ülke vatandaşlarının, Şubat’ta döviz talepleri neticesinde, döviz baskısı artmıştır. Buna önlem olarak Merkez Bankası’nın krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına (bir günde 5 milyar doların üzerinde döviz kaybetmiştir) piyasaya müdahale etmiş, ancak 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çapısının yürürlükten kaldırılıp, dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır. Ancak serbest kur politikasına geçilmesinin yanlışlığını savunan iktisatçılara göre, yüzde 20-25 arasında bir devalüasyon yapılarak, eskiden olduğu gibi, TCMB tarafından günlük kur ayarlamalarına geçilebilseydi kur politikasında belirsizlik ortadan kalkacak ve krizin sonuçları bu kadar ağır olmayacaktı. Serbest kur politikasına geçişle birlikte, Türkiye’de yüksek devalüasyon, yüksek enflasyon ve faiz artışları olmuştur.

Bu olumsuzluklardan sonra bankacılık sektöründe regülasyonların artırılmasıyla, sektör rahat bir nefes almıştır. Grafik 1.’de görüleceği üzere 1999-2001 yılları arasında bankacılık karı eksi oranlarda seyretmektedir. Fakat 2002’ye gelindiğinde toparlanma sürecine giren bankalar sıkı denetimle kara geçmeye

başlamıştır. Diğer yandan 2002 yılından sonra finansallaşma sürecine girilmesi ve bankaların reel sektör yanında hanehalkına kapılarını aralamasıyla Türkiye’de yeni bir dönemin başladığını ifade edebiliriz.



**Grafik 1: Bankacılık Sektör Karı (Milyar TL)**

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

#### 4.2.2. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Sürecine İlişkin Değerlendirme

1984 yılında finansal liberalizasyonun bir başka önemli unsuru olan döviz kuru rejiminde düzenlemelere gidilmiş ve bireylerin döviz cinsinden mevduat hesapları açmalarına izin verilmiştir. 1988 yılında ise Merkez Bankası’nın gözetiminde resmi döviz piyasası kurulmuştur. Bu piyasayı bankalar ve döviz büroları oluşturmaktadır. Bu piyasanın kurulması finansal liberalizasyon açısından önemli bir aşama olmuştur. Bu gelişme ile birlikte döviz kuru, piyasa mekanizması içinde arz ve talep koşullarına göre belirlenmeye başlamıştır. Böylelikle serbest döviz kuru uygulaması, bankaların nakit rezervlerini ve dövizleri daha etkin yönetmeleri için bir araç olarak kullanılmaya başlamıştır. Döviz kurunun serbest bırakılmasıyla döviz mevduat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı zaman içinde artış göstermiştir.

Bu dönemde faiz oranının serbest bırakılması, sermaye ve döviz kuru rejiminde yapılan düzenlemelerin yanı sıra bankacılık sektöründe de önemli düzenlemeler yapılmış, muhasebe ve denetim standartları belirlenmiştir. Bunun yanı



sıra yabancı bankaların Türkiye’de şube açmalarına izin verilmiştir. Yabancı bankaların piyasa içindeki payları sınırlı kalmış olsa da bu bankaların uluslararası deneyimi, yetişmiş insan gücü ve yenilikçi karakterleri Türk bankacılık sistemine rekabeti getirmiştir. Bankacılık sektöründeki bir başka önemli gelişme ise Merkez Bankası’nın 1980’li yılların ikinci yarısında bankalar arasındaki nakit akışını kolaylaştıran ve aynı zamanda bankacılık sistemindeki toplam rezerv oranını kontrol etmeye yarayan yeni piyasalar oluşturmuş olmasıdır.

Bu amaçla 1984 yılında kurulan bankalararası para piyasası 1986 yılında işler hale gelmiştir. 1980’li yıllarda yaşanan bir diğer önemli gelişme Merkez Bankası’nın 1986 yılında açık piyasa işlemlerini başlatmasıdır. Bu sayede bankacılık sistemindeki likiditeyi kontrol etmek amaçlanmıştır (Özer, 2003: 8).

Finansal sistemdeki bir diğer gelişme 1985 yılında kamu menkul kıymetlerinin haftalık olarak satılmaya başlaması olmuştur. Devlet menkul kıymetleri vergisiz ve risksiz olduğu için kısa süre içinde finansal ve finansal olmayan kesimlerden ilgi görmüştür (Özer, 2003: 8). Bunun bankacılık sistemine yansımaları, bankaların toplam varlıklarında menkul kıymetlerin payının artması olarak görülmüş, aynı zamanda devlet menkul kıymetleri, bankalar için önemli bir gelir kaynağı olmaya başlamıştır. Bankaların varlıkları içinde devlet menkul kıymetlerin payının artması ise Minsky’nin de belirttiği gibi; devlet menkul kıymetleri, bankalar için pozisyon alma aracı olarak işlev görmektedirler.

Finansal liberalizasyonu savunanlar; liberalizasyon süreci ile birlikte, faiz oranlarının yatırım ve tasarrufları olumlu etkilediğini düşünmektedirler. Buna göre, serbest bırakılmış yüksek faiz oranları tasarrufları arttırıp, yatırımları finanse edecek fonları yaratacaktır. Oysa bilindiği gibi, 1980’li yıllardan önce, baskı altına alınmış faiz oranlarının özel yatırımları uyaracağına ilişkin aksi bir görüş yaygındı. Ancak Rittenberg’in Türkiye ekonomisinde faiz oranları ile yatırım miktarı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışması, her iki görüşü de tam olarak doğrulamamaktadır. Çalışmaya göre, hem 1970’li yıllarda görülen negatif reel faiz oranları hem de finansal liberalizasyon sonrası oluşan yüksek reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi negatif olmaktadır. Çalışmada, yatırımların maksimizasyonu amaçlanıyorsa, düşük pozitif reel faiz oranlarının olumlu etkisinin olacağı iddia edilmektedir (Rittenberg, 1991: 162).

Finansal liberalizasyonun gerekçelerinden birisinin de, tasarruf ve yatırımların artırılmasının yanı sıra, finansal liberalizasyon ile birlikte finansal sistemin etkinliğinin artacağı ve böylelikle kaynakların daha etkin dağıtılacağı olduğu bilinmektedir. Burada, teknik etkinlik ile kaynak tahsisinde etkinlik söz konusudur. Bu bağlamda, Zaim'in Türk bankacılık sisteminin etkinliğinin, finansal liberalizasyonla birlikte ne yönde değiştiğine ilişkin gerçekleştirdiği bir çalışmada, 1980-1990 döneminde, liberalizasyon ile birlikte hem kaynak etkinliğini hem de kaynak tahsisi etkinliğini sağlayan bankaların oranının %38'den %55'e çıktığı tespit edilmiştir (Zaim, 1995: 263). Dolayısıyla finansal liberalizasyon, finansal sistemin etkinliğini arttırmıştır. Finansallaşmanın temel dayanaklarından biri olan finansal sistemin etkinliği Türkiye'de artmıştır. Liberalizasyon ve finansal etkinlikle birlikte finansallaşma döneminin kapılarını aralamıştır.

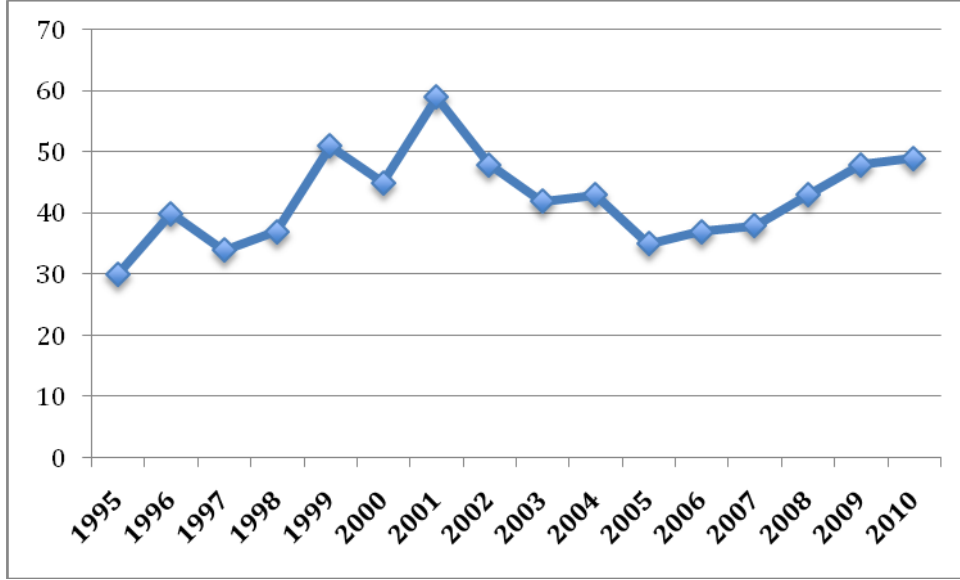
Bunun yanı sıra Türkiye 2000 yılında çok önemli ekonomik kararların alındığı bir ortama girmiştir. 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde, Yakın İzleme Anlaşması'nın programa bağlı ve mali finans destekli bir anlaşmaya dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. Hükümet, IMF'ye sunduğu ve kabul gördüğü 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu sonrasında, 1 Ocak 2000'den itibaren üç yıllık bir ekonomik süreci kapsayan, maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra, yapısal değişimleri de içeren enflasyonu düşürme programını uygulamaya koymuştur (Parasız, 2001: 425; Cansızlar, 2001: 6). Uygulamaya geçilmesiyle birlikte, ekonomide çok kısa sürede bazı olumlu gelişmeler gözlenmiş olmasına rağmen, Kasım 2000 yılında Türk mali piyasalarında likidite sıkışıklığının neden olduğu döviz talebindeki hızlı artış, uluslararası piyasalardaki bozulma ve içerde yaşanan olumsuz etkilerden kaynaklanan bir kriz yaşanmıştır. Bu kriz ancak IMF kredisi ile önlenebilmiş, fakat enflasyonu düşürme programı büyük bir yara almıştır. Şubat 2001 yılında ise, mali piyasalardaki güvenin kırılğan yapısı bir kez daha finansal krize yol açmış, bunun bir sonucu olarak 2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nda öngörülen para ve kur politikaları terk edilerek, 22 Şubat 2001 yılında dalgalı kur sistemine geçilmiş, böylelikle "Enflasyonu Düşürme Programı" da sona ermiştir (Uygur, 2001: 54-55). Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllarda yaşanan her iki finans krizi de, başta bankacılık sektörü olmak üzere bütün sektörleri ve ekonomik yaşamı olumsuz yönde etkilemiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri sonrasında, aşırı yükselen faiz oranları, vade uyumsuzluğu olan

bankaların fonlama zararlarını arttırırken, portföylerinde bulundukları menkul kıymetlerinde değer yitirmesine yol açmıştır. Şubat 2001’de dalgalı kura geçilmesiyle birlikte, TL’nin yabancı paralar karşısında hızla değer kaybetmesine bağlı olarak yüksek açık pozisyonla çalışan bankalar, önemli boyutta kambiyo zararı ile karşı karşıya kalmıştır (Erdoğan, 2002: 133). Kriz sonrasında sermaye yetersizliğini karşılayamayan bankalar, TMSF’ye alınmış ve Fon’daki bankalar ile kamu bankalarının görev zararlarını ise, Hazine üstlenmiştir. Faaliyetini sürdüren bankalar, yeni bir anlayışla denetime ve yeniden sermayelendirmeye tabi tutulmuştur. Krediler yeniden sınıflandırılmış ve gerekli karşılıklar ayrılmıştır. 1990’lı yıllar boyunca yüksek enflasyon ortamında çalışan bankaların bilançoları enflasyona göre güncelleştirilmiştir. Tüm bu uygulamalar bankaların mali yapılarının daha gerçekçi bir görünüm almasını sağlamıştır. Bu gelişmeler mali yapının güçlenmesi için; geniş bir zamana, çok hassas bir uygulamaya ve profesyonel bir yönetime gereksinim olduğunu ortaya koymuştur.

#### **4.3. Finansal Derinleşme**

Finansal derinleşme, toplumun tüm kesimlerinde daha geniş ve farklı finansal hizmet seçeneklerine erişim ve iktisadi faaliyetlerde finansal sektörün sunduğu hizmetleri daha yüksek hacimde ve daha verimli bir şekilde kullanım olarak tanımlanabilir. Daha yalın haliyle ise, finansal piyasaların sunduğu aracılık işlevinin payının artması olarak ifade edilebilir. Günümüzde finansal sistemin sunduğu ürünlerin çeşitliliğinin artması ve finansal sistemin asli işlevlerinin yanında daha fazla görevleri üstlenen bir eğilim içinde olması, finansal derinleşmeyi daha kapsamlı bir kavram haline getirmektedir. Sonuç itibarıyla finansal derinleşme, ekonominin gelişmişliği ile ilgili bir kavrama dönüşmektedir. Ayrıca, fonların kesimler arası transferinin etkinleşmesi çerçevesinde, bir ülkenin ekonomik performansının yükseltilmesinde etkili bir yaklaşım olarak ele alınmaktadır. Finansal gelişmişlik açısından bakıldığında finansal derinleşmenin ve finansallaşmanın ölçülmesi güçlüğünü ve tek bir göstergelye ifade etmenin zorluğunu göz önünde bulundurmak gerekir. Aslında finansal derinlik finansallaşma göstergelerinden biri olarak değerlendirilebilir. Yukarıda değindiğimiz üzere finansal derinlik finansal gelişmeyi beraberinde getirdiğinden, finansallaşmayı finansal derinlikten ayırmak konumuz açısından önemsiz görülmektedir.

Genel olarak finansal derinleşmenin göstergesi olarak M2/GSMH ve M2Y/GSMH oranları kullanılmaktadır. İki oran arasındaki farklılık, ikincisinin döviz tevdiat hesaplarını da kapsamamasından kaynaklanmaktadır.

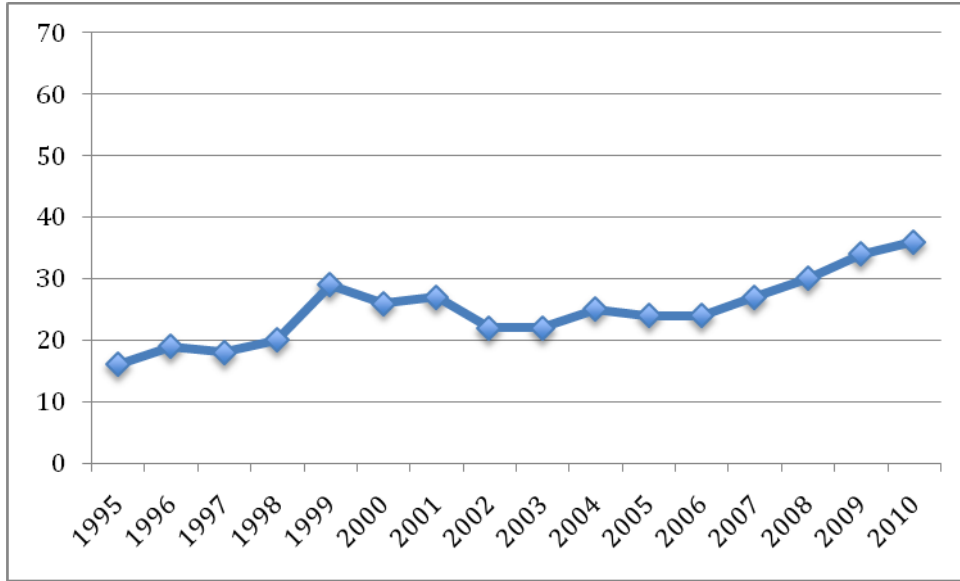


**Grafik 2: Finansal Derinleşme (M2Y/GSMH) (%)**

**Kaynak:** TCMB (<http://evds.tcmb.gov.tr/>),  
TUİK ([http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=57&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=57&ust_id=16)) adresindeki veriler  
kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 22 Nisan 2011.

Finansal yapı konusunda daha kapsamlı bir gösterge olan ve M2Y'den farklı olarak, sermaye piyasasındaki kamu ve özel kesim menkul kıymetlerini de kapsayan toplam finansal varlıkların GSMH'ye oranı ele alındığında ise, M2Y/GSMH oranıyla paralellik göstermektedir. Oran 1980-1987 döneminde genel bir artış eğilimiyle %22,8'den %40'a çıkmış ve 1990 yılında %34,2'ye geriledikten sonra 1993 yılında %63 gibi yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. 1994 yılında ise %52'ye gerilemiştir (Öçal vd. 1999: 79). Özellikle M2Y ve toplam finansal varlık oranlarının yükselmesinde para ikamesindeki<sup>22</sup> artış etkili olmuştur.

<sup>22</sup> Ekonomik birimler tarafından elde tutulan yabancı para ulusal paranın yerini almaya başlıyorsa ve ulusal paranın işlevlerini daha etkin bir şekilde yerine getirmeye başlıyorsa para ikamesinden söz edilir. Para ikamesi doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde görülmektedir. Doğrudan para ikamesi, ekonomik birimlerin ellerindeki ulusal paranın değerinin düşmesini beklediklerinde ve bunu yabancı bir para ile değiştirdiklerinde meydana gelmektedir. Dolaylı para ikamesi ise daha çok sermaye piyasasının olduğu ülkelerde görülmektedir. Sermaye hareketliliği (capital mobility) olarak da adlandırılan dolaylı para ikamesi belirli bir zaman diliminde ekonomik birimlerin yabancı tahvillerin getirisinin artacağı yönündeki tahminlere dayanmaktadır. Para ikamesinin en önemli sakıncası ise, kamuyu senyorej gelirden mahrum bırakmasıdır. Bu durumda, bu gelir, parayı basan devlete, yani ABD'ye gitmektedir.



**Grafik 3: Finansal Derinleşme (M2/GSMH) (%)**

**Kaynak:** TCMB (<http://evds.tcmb.gov.tr/>), TÜİK ([http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=57&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=57&ust_id=16)) adreslerinde bulunan veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 22 Nisan 2011.

Hayek (1937)'e göre krizlerin gerçek kaynağı kredi genişlemesi şeklinde para arzı artışıdır. Para arzı artışı ve kredi genişlemesi şeklinde başlayan süreç faiz hadlerini düşürerek sermayenin yanlış yönlendirilmesine sebep olmaktadır. Faiz hadlerindeki düşme nedeniyle girişimciler önceleri karlı olmayan yatırımlara girişirler ve bu nedenle üretim faktörleri tüketim malları kesiminden üretim malları kesimine dayanır. Ne var ki, üretim malları kesimindeki faktör sahiplerinin gelirleri artınca tüketim mallarına olan talepleri de artacaktır. Artan talep bu kesimde fiyatların artmasına sebep olacaktır. Ayrıca kredi genişlemesinin bir noktadan sonra durması faiz hadlerinin tekrar yukarı çıkmasına yol açacaktır. Yüksek faiz hadleri sermaye malları kesimini olumsuz etkileyerek üretimin önce yavaşlamasına sonra durmasına neden olacaktır. Sonuçta bir kesimde fiyat artışları yaşanırken diğer kesimde işsizlik yaşanacaktır. İşsizliği gidermek için uygulanan genişleyici politikalar durgunluk içinde enflasyon olgusunu gündeme getirecektir.

---

Türkiye'de para ikamesini etkileyebilecek faktörlerin regresyon sonuçlarına göre; para ikamesi bir birim arttığında döviz kurları 0,445 birim artmakta yani döviz Türk Lirası karşısında değer kazanmaktadır. Döviz kurlarının para ikamesi elastikiyeti ise 0,16 olarak hesaplanmıştır. Buna göre para ikamesi bir birim arttığında döviz kurları 0,16 artmaktadır (ayrıntılı bilgi bkz. Balaylar, Nilgün; 2001: 118-150).

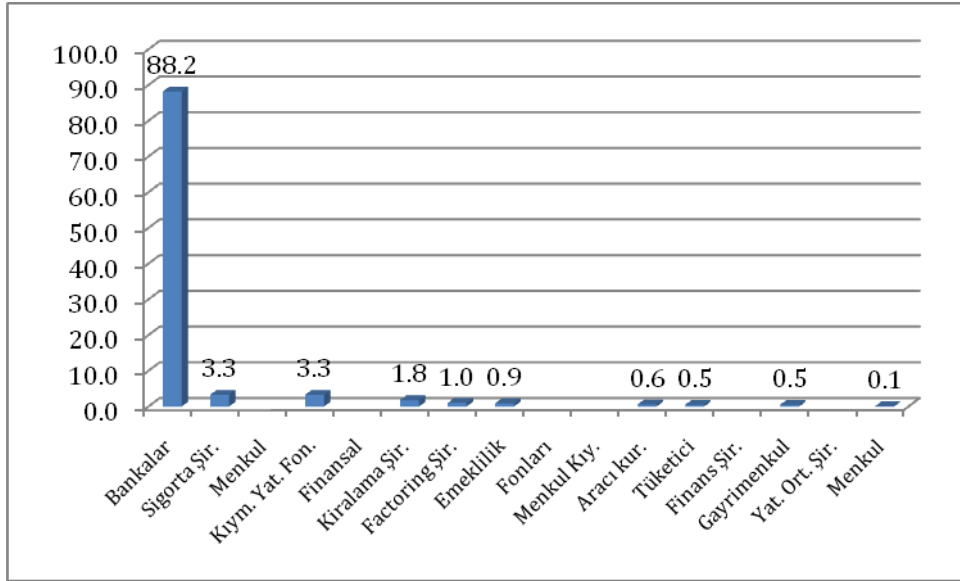
#### **4.4. Finansal Sektördeki Gelişmeler**

Türk finansal sistemine büyüklük veya miktar göstergeleri açısından bakıldığında, sistemin 2009 yıl sonu itibariyle 1,4 trilyon TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bu büyüklükten, TCMB bilanço büyüklüğü dışarıda tutulduğunda 1,3 trilyon TL'ye, İMKB toplam piyasa kapitilizasyonu hariç tutulduğunda ise 953 milyar TL tutarında bir seviyeye gelinmektedir. Bu rakam 2000 yılında da yaklaşık 116 milyar TL iken, 2002 yılında 236 milyar TL düzeyindeydi.

##### **4.4.1. Finansal Kuruluşların Finans Sektöründe Dağılımı**

Günümüz Türk Mali Sistemi bankacılık sektörü ağırlıklı olmasına rağmen, 24 Ocak 1980 kararları sonrasında piyasa ekonomisine geçişle birlikte çeşitli mali aracı kurumların (Özel Finans Kurumları vb.) faaliyete geçmesi ve diğer alt piyasaların organize bir yapıya kavuşturulması nedeniyle yeniden yapılanma sürecine gidilmiştir. Özellikle ticaret bankaları, sistemin hakim kuruluşudur (Zaim, 1995: 257).

Grafik 4'de görüldüğü üzere, Türkiye'de finansal piyasaların temelini bankalar oluşturmaktadır. Bankalar finansal piyasalar içinde pazar payları toplamının %88,2'sini oluşturmaktadır. Sigorta şirketleri ve Menkul kıymetler aracı kurumları çok düşük oranda pazar payına sahip olmalarına rağmen 2000'li yıllardan sonra pazar paylarını arttırdıkları gözlenmektedir. Bu şablon bize Türkiye'de sermaye piyasalarının henüz tam gelişmediğini göstermektedir. Halkın tasarrufları ağırlıklı olarak bankalarda toplanmaktadır.



**Grafik 4: Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı (%)**

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

Türkiye’de Batı ülkelerindeki gibi, banka dışı mali araçların gelişmiş olmaması ve sermaye piyasasının henüz gelişme aşamasında olması nedeniyle bankalar; mali sistemin temelini oluşturmakta, ekonominin işleyişi halkın tasarruflarının toplanması ve kullanım alanlarına dağıtılması açısından önemli rol oynamaktadırlar. Mali sistem içerisinde bu kadar önemli bir yeri olan bankacılık sektörünün sorunsuz bir şekilde işlemesi, güçlü bir ekonomik yapının en önemli unsurlarından biridir. Türk bankacılık sektörünün genel özelliklerine bakıldığında ilk dikkati çeken özelliği, sektörün eksik rekabet piyasalarından oligopol yapısına uygun bir görünüm arz etmesidir. Türk bankacılık sektöründe kamu, özel ve yabancı sermayeli bankalar birlikte faaliyet göstermektedirler. Sektördeki kamusal sermayeli bankaların ağırlığı, finansal serbestleşmeye yönelik düzenlemelerin yapılmaya başlandığı 1980 yılından itibaren düşmeye başlamış ise de, 2000’li yıllarda sistemin toplam aktif büyüklüğünün dörtte biri bu bankalarca kontrol edilmektedir. Özel sermayeli ticari bankaların sistem içindeki payı ise yaklaşık yüzde 50 düzeyindedir.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Bankaların kredi finansmanını sağlamakta daha çok araca sahip olduğu ülkelerde bankacılık sisteminin daha çok kredi vermesi doğal bir sonuçtur. Örneğin 2006 sonu itibarı ile ABD’deki bankaların toplam aktifleri içindeki kredilerin payı %86 iken (bkz. Federal Reserve Statistical Release, H.8, Asset and Liabilities of Commercial Banks in the United States), Türkiye’de Temmuz 2007 itibarı ile bu oran %48’dir (bkz. TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2007). Daha fazla banka kredisi daha etkin işleyen bir bankacılık sistemi ve dolayısıyla daha etkin işleyen bir ekonomiyi getirecektir.

#### 4.4.2. Finansal Sistem Aktif Büyüklüğü

Finansal sektörün aktif büyüklüğü artış trendini devam ettirmiş ve Mart 2011 tarihi itibarıyla 1.4 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık kesiminin finansal sektördeki ağırlığı değişmezken finansal sektör bileşenlerinin genelinde büyüme devam etmiştir. Menkul kıymet aracı kuruluşlar aktifinde ise 0,5 puanlık küçülme gerçekleşmiştir.

**Tablo 1**  
**Finansal Sistem Aktif Büyüklüğü**

Milyar TL	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TCMB	74,1	76,5	74,7	90,1	104,4	106,6	113,5
Bankalar	212,7	249,7	306,4	406,9	499,7	581,6	732,5
Finansal Kir. Şir.	3,8	5	6,7	6,1			
Factoring Şir.	2,1	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8
Tüketici Fin. Şir.	0,5	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7
Varlık Yönetimi Şirk.	v.y	v.y	v.y	v.y	v.y	0,2	0,4
Sigorta Şirk.	5,4	7,5	9,8	14,4	17,4	22,1	26,5
Emeklilik Şirk.	0	3,3	4,2	5,7	7,2	9,5	12,2
Emeklilik Yat. Fon	v.y	0	0,3	1,2	2,8	4,6	6
Men. Kıy. Ara. Kur.	1	1,3	1	2,6	2,7	3,8	4,2
Men.Kıy.Yat.Ort.	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6
Men.Kıy.Yat. Fon.	9,3	19,9	24,4	29,4	22	26,4	24
Gayrimen. Yat. Ort.	1,1	1,2	1,4	2,2	2,5	4,1	4,3
Gir. Serm. Yat. Ort.	0	0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Portföy Yön. Şir.	5,8	17,8	24,5	30,2	26	31,2	30,7
Toplam	315,9	382,8	455,2	591,5	697,8	806,5	927,4

Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

#### 4.4.3. Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları

Tablo 2’de görüleceği üzere, bankacılık hizmetlerinden yararlanan kişi sayısı finansal sektöre erişim kanallarının genişlemesi ile artışını sürdürmüştür. Bankacılık sektöründe 2010 Mart-2011 Mart döneminde 609 yeni şube faaliyete geçmiş; buna paralel olarak sektördeki personel sayısında da artış görülmüştür. Bankaların ATM sayısındaki artış ise bankacılık işlemlerinin bu kadar aktif rol oynamaya başlaması ayrıca Türk ekonomisinin finansallaşmasında yaşanan değişimin göstergesi olarak değerlendirilebilir.



**Tablo 2**  
**Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları**

<b>Adet</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Banka Şubeleri	6.568	7.302	8.122	9.304
Mevduat Ban.	6.241	6.904	7.658	8.724
Kalk. ve Yatırım Ban.	35	42	42	44
Katılım Bankaları	292	356	422	536
Sigortacılık Şubeleri	14.453	15.322	15.695	v.y
Aracı Kurumların Şubeleri	234	246	231	185
<b>Personel Sayısı</b>				
Banka Personeli	138.724	150.966	167.760	182.665
Mevduat Bankaları	127.851	138.599	153.212	166.326
Kalk. ve Yatırım Ban.	5.126	5.255	5.361	5.307
Katılım Bankaları	5.747	7.112	9.187	11.032
Sigortacılıkta Çalışan Personel	12.837	15.156	14.950	16.007
Menkul Kıy. Ara. Kur. Çalışan Personel	5.916	5.898	5.861	5.102
Banka ATM	14.836	16.513	18.795	21.953
POS (Bin)	1.141	1.283	1.629	1.886

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

Finansal sistemin nominal büyüklüğüne ek olarak miktar göstergelerinin ulusal gelire oranlanarak incelenmesi de gerekmektedir. Nitekim söz konusu büyüklüklere GSYİH'ya oran olarak bakıldığında Türkiye'de toplam finansal sistemin GSYİH'ya oranının 2000 yılında %116 olan seviyesinden, 2009 yılında %148,2'ye yükseldiği görülmektedir. Sermaye piyasası ve Merkez Bankası büyüklükleri hariç tutularak incelendiğinde, finansal sektörün 2002 yılında GSYİH'nın %69,4'üne ulaşan düzeyden 2009 yılında %99,9'a yükseldiği gözlenmektedir.

Türk finansal sisteminin büyüklükleri incelendiğinde tespit edilen diğer bir husus ise sistemin bankacılık ağırlıklı yapısının artarak devam etmekte olduğudur. Bankacılığın toplam içindeki payı 2000 yılında %55 iken, aynı oran 2009 yılında %59 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca TCMB ve İMKB piyasa kapitilizasyonu hariç toplam üzerinden bakıldığında aynı oran, 2002 ve 2009 yıllarında sırasıyla %90,1 ve %87,5 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle 2004 sonrası dönemde bireysel emeklilik sigortasının da etkisiyle sigorta şirketlerinin finansal sistem içinde görece ağırlığının arttığı da gözlenmektedir.

Teknolojideki hızlı gelişmelerle birlikte dünya finans piyasaları ile entegrasyon sürecine giren Türk bankacılık sektörü, gelişmiş ülkelerin bankacılık sistemlerinde yaygın bir şekilde kullanılan leasing, faktoring, forfaiting gibi mali hizmetler: swap, forward, future, option gibi risk yönetim ürünleri ve internet bankacılığı hizmetlerini sunma aşamasına gelmiştir.

Bankacılıktaki yeni uygulamalar sadece finansal alanla sınırlı olmayıp, teknik alandaki gelişmelerden yararlanma da, sektörde önemli bir düzeye ulaşmıştır (Parasız, 2000:129). Bankalar müşterilerine daha iyi hizmet sunabilmek ve 24 saat hizmet verebilmek amacıyla “Çağrı Merkezleri”, “İnternet Bankacılığı”, “Müşteri İlişkileri Yönetimi” gibi yeni uygulamaları devreye koymaktadırlar (Keskin, 2000: 13). Finansal ağların genişlemesi ve yeni finansal ürünlerin yaratması finansal piyasaları daha cazip hale getirerek bağımlılığı artırmaktadır.

**Tablo 3**  
**Finansal Sistem GSYİH'ya Oranı**

%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TCMB	18,5	34,5	21,1	16,8	13,4	13,9	13,8	12,6	11,9
Bankalar	63,8	72,2	60,7	54,9	54,8	62,7	65,9	69,0	77,1
Finansal Kiralama Şir.	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	0,9	1,3	1,6	1,8
Factoring Şir.	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8
Tüketici Fin. Şir.	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Varlık Yönetimi Şir.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sigorta Şir.	1,5	1,7	1,5	1,6	1,8	2,2	2,3	2,6	2,8
Bireysel Emeklilik Şir.	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,3
M. K. Aracı Kur.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4
M. K. Yat. Ort.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
M. K. Yat. Fon	1,2	2,0	2,7	4,4	4,4	4,5	2,9	3,1	2,5
İMKB Top. Piyasa Kap.	28,0	28,6	16,1	21,1	23,7	33,6	30,3	39,9	19,1
G. M. Y. O	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Toplam</b>	<b>116,0</b>	<b>141,4</b>	<b>104,6</b>	<b>102,1</b>	<b>101,5</b>	<b>120,8</b>	<b>119,5</b>	<b>132,4</b>	<b>118,9</b>
Toplam-TCMB Hariç	97,4	106,9	83,4	85,3	88,1	106,9	105,7	119,7	106,9
Toplam- TCMB ve Hariç	69,4	78,4	67,3	64,2	64,4	73,3	75,4	79,9	87,8

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

Diğer yandan, bankacılık sektörünün yeniden yapılanma sonrası daha güçlü hale gelmesi yabancı bankaları teşvik eden unsurlardan biri olmuştur. 2002'de 132,2 milyar dolar olan toplam varlıkların miktarı 2007'de 501,7 milyar dolara yükselmiştir. Mevduatlar ve kredilerde benzer bir durum söz konusudur. 2003'te %17,2 olan mevduatların GSYİH'ya oranı, 2007'de %42'ye, aynı yıllar içinde %35,1 olan kredilerin GSYİH'ya oranı %34,6'ya yükselmiştir. 2003'te %49 olan kredilerin mevduatlara oranı 2007'de %83 düzeyine yükselmiştir (TCMB, 2008: 36).

Finansal sektörün toplam aktifler içinde kredilerin payı artarken, menkul değerler portföyünün payı görece azalmıştır. Toplam kaynaklar içinde mevduat dönem boyunca istikrarlı yapısını korurken, özellikle kredilerin görece olarak diğer kalemlere nazaran daha ciddi bir biçimde artması, bankacılık yurt içi kredi hacminin genişlemesi ile bağdaştırılabilir.

Türkiye’de Anglo-sakson ülkelerindeki gibi, banka dışı mali araçların gelişmiş olmaması ve sermaye piyasalarının halihazırda gelişme aşamasında olması nedeniyle, bankalar; mali sistemin temelini oluşturmakta, ekonominin işleyişi halkın tasarruflarının toplanması ve kullanım alanlarına dağıtılması açısından önemli rol oynamaktadır.

## **BÖLÜM V**

### **BANKA SEKTÖRÜ REFORMU VE REEL SEKTÖR FİNANSALLAŞMA ANALİZİ**

Dördüncü bölümde başladığımız Türkiye'nin finansallaşma analizine 2000-2001 finansal krizlerinden sonra ilkin yaşanan bankacılık sektörü reformu, liberalleşme hareketleri ve uluslararası finansal piyasalardan borçlanmalar ile devam edilecektir. Ayrıca sermaye piyasalarının finansallaşması analizine devam edilecek olan bu bölümde, daha sonra reel sektörün finansallaşma analizinin kalitatif olarak değerlendirilmesi yer alacaktır. Buna istinaden finansal piyasaların kredi hacminin genişlemesi sonucunda dramatik olarak yükselen bireysel borçlardaki ve tüketici kredilerindeki artışın analizi yapılacaktır.

#### **5.1. Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması**

Bankaların temel ekonomik işlevleri mali aracılıktır. Bankacılık sektörünün mali işlevleri sonucu ekonomide ödünç verilebilir fon arzı ve fon talebi artar, bunun sonucunda mali piyasanın hacmi genişler, milli gelir ve istihdam artar. Bankaların makroekonomik açıdan bir diğer önemli işlevi de, mali sisteme çekilen fonların ekonomik kalkınmaya en yüksek katkıyı sağlayacak alan ve sektörlerle yöneltilmesidir. Ayrıca ekonomide etkili bir para politikasının uygulanması, ülkenin dış ekonomik ilişkilerinin gelişmesi ve dünya ile bütünleşmesi de, ancak gelişmiş bir bankacılık sektörü ile mümkündür.

Yaşanan finansal krizler mali bünyesi zayıf olan bankaları olduğu gibi mali bünyesi güçlü olan bankaları da olumsuz yönde etkilemiştir. Mali bünyesi zayıf bankalar krizler sonucundan durumları daha da kötüleşerek faaliyetlerinin sürdüremez hale geldiklerinden TMSF'ye devredilirken, mali bünyesi güçlü olan bankalar ciddi sermaye kayıpları ile karşı karşıya kalmışlardır.

Özellikle bankaların finansal ve operasyonel anlamda yeniden yapılandırılması çalışmaları ile eşanlı olarak sektöre yönelik düzenleme, gözetim ve denetim çerçevesini güçlendirecek, bankacılık sistemini daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak,

sektörün dayanıklılığını gerçekleştirecek ve sektöre güveni kalıcı kılacak yasal çerçevenin uluslararası standartlara uyumlaştırılmasına çalışılmaktadır. Bu çerçevede “Basel Komitesi Kararları” doğrultusunda gözetim ve denetim yapısına ilişkin esas alınan düzenlemeler şunlardır (BDDK, 2009: 6):

- i. Sermaye yeterliliği.
- ii. Risk düzenlemeleri.
- iii. Kredi ve iştirak sınırlamaları ile karşılıklara ilişkin düzenlemeler.
- iv. Muhasebe standartları, bağımsız denetim ve devir ile birleşmelere ilişkin düzenlemeler.
- v. “Banka Sermayelerinin Güçlendirilmesi Programı” kapsamında yapılan düzenlemeler.
- vi. Özel finans kurumlarına ilişkin düzenlemeler.
- vii. Yabancı ülkelerle yapılan denetim ve işbirliği anlaşmaları.

2000-2001 krizlerinin etkisiyle mali bünyeleri ve karlılık performansları kötüleşen özel bankaların daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına ilişkin önlemler çerçevesinde, öncelik özel bankaların kendi kaynakları ile sermaye yapılarını güçlendirmelerine ve piyasa risklerinin sınırlandırılmasına verilmiştir.

### **5.1.1. Bankacılık Sektörü Bilanço Yapısı**

2002 yılı ve sonrasında, bankacılık sektörünün bilançosu, hızlı ve istikrarlı bir büyüme sürecine girerken bilançonun kompozisyonunda uygulanan politikaların etkisiyle değişim yaşanmıştır. Bu dönemde bankacılık sektöründe yaşanan yüksek büyüme finansal derinleşmeyi olumlu yönde etkilerken, bankacılık sektörü ekonomik büyümeyi daha da güçlü bir şekilde destekleyebilmiştir.

2002-2008 döneminde sağlanan makroekonomik ve siyasi istikrar ve bankacılık sektörüne yönelik uygun politikalar sonucu, sektörün toplam aktifleri yıllık ortalama %23 büyümüştür. Sektörün temel fonksiyonu olan aracılık faaliyetlerine ağırlık verebilmesi sayesinde, krediler dönem boyunca en hızlı artış gösteren aktif kalemi olmuştur. 2002-2008 döneminde toplam krediler yıllık ortalama %40 büyümüştür. Kriz öncesi dönemdeki şartlar, sektörün gerçek bankacılık faaliyetlerinde uzaklaşarak kamuyu finanse eder bir duruma getirmişti. Bu yapı, 2002 ve sonrası dönemde değişmiş ve menkul değerler portföyüne yapılan plasmanlar görece olarak

azalmıştır. 2002-2008 döneminde menkul değerler portföyü yıllık ortalama %14 artmıştır. 2002 öncesi dönemin olumsuzlukları arasında gösterilen serbest sermayenin<sup>24</sup> azlığı, yeniden yapılandırma ve sonrasında yürütülen politikalarla artmıştır. Sektörün serbest sermayesinin toplam aktiflere oranı 2001 yılında %3.1'den 2009 yılında %10.5'e yükselmiştir.

**Tablo 4**  
**Bankacılık Sektörü Temel Bilanço Göstergeleri**

Milyar TL	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Aktifler	212,7	249,7	306,4	406,9	499,7	581,6	732,5
Krediler	49,0	66,2	99,3	156,4	219,0	285,6	367,4
MDP	86,1	106,8	123,7	143,0	158,9	164,7	194,0
İşt.B ve B.Kon.Edil.Ort.	8,7	9,2	11,8	11,1	9,2	10,9	10,3
Sabit Kıymetler	7,7	8,3	8,5	7,7	7,4	7,9	9,6
Mevduat	138,0	155,3	191,1	251,5	307,6	356,9	454,6
Yurtdışı Sağ. Fonlar	11,0	17,0	22,0	36,0	49,0	61,0	62,0
Özkaynaklar	25,7	35,5	46,0	54,7	59,5	75,8	86,4
Bilanço Dışı İşlemler	75,3	107,2	527,6	206,0	277,4	385,5	476,0

**Kaynak:** BDDK, 2010: 78, BDDK 2009: 28, sayı, 15

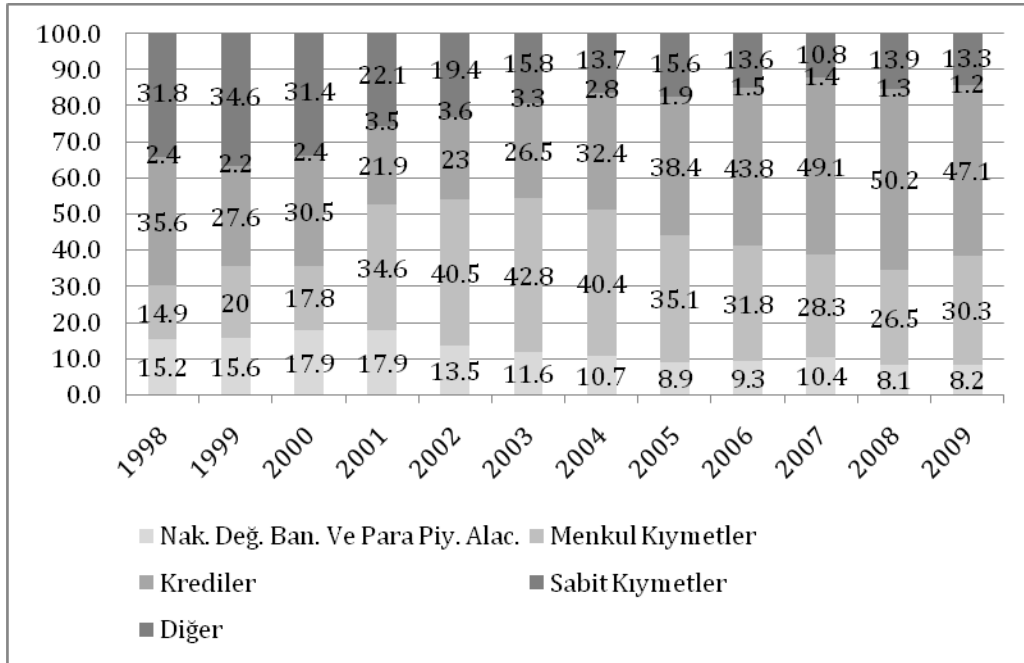
Sektör 2000-2001 döneminde çok önemli bilanço zararları vermiştir. 2002 ve sonrası dönemde enflasyon ve nominal faiz oranlarında yaşanan gerileme başta olmak üzere makroekonomik çerçevedeki olumlu gelişmeler, sektörün krediler portföyünün hızla büyümesini sağlamıştır. Aynı zamanda sektörün düşük enflasyon ortamında karlılığını korumak için ürün ve hizmet çeşitliliği yaratma yönündeki politikalara ağırlık vermesiyle, yüksek karlılıkta ve bu karlılığın devam ettirilmesi açısından etkili olmuştur. Finansallaşma dönemine giren bankalar özellikle kredileri artırma yoluna gitmişlerdir. Bir sonraki kısımda hanehalkı ve krediler bölümünde incelenecek olan derin araştırma, burada kısaca bilanço kısmında verilmek istenmektedir. Kredilerde yaşanan bu dönüşüm özellikle hanehalkını ilgilendirmektedir. Kredilerin yaklaşık olarak yarısından fazlasının bireysel kredileri oluşturması ise hanehalkının finansallaşmasını gözler önüne sermektedir. Diğer yandan finansallaşmanın önemli göstergelerinden biri olan Tablo 4'te görüldüğü üzere bilanço dışı işlemlerde yüksek oranda artış olmasıdır. Buna göre finansallaşma döneminde bankalar kendilerine kar kaynakları yaratmak adına, asli görevleri dışında işlemler de gerçekleştirmektedirler.

<sup>24</sup> Serbest sermaye: özkaynaklar-sabit kıymetler-iştirakler, bağlı ve birlikte kontrol edilen ortaklıklar.

Türkiye bankacılık sektörü bu veriler ışığında finansallaşma dönemine girdiği söylenebilir.

### 5.1.2. Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı

Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrasında yaşanan değişim bankaları asli fonksiyonları olan kredilendirme faaliyetlerine yönlendirmiştir. Buna bağlı olarak 2002 yıl sonu itibarıyla bankaların varlıkları içerisinde kredilerin yüzde 23 olan payı, 2009 yılı Ocak ayı sonunda yüzde 50,7'ye ulaşmıştır. Söz konusu gelişmede bankaların bireysel kredi kullanımına yönelik pazarlama politikaları da önemli bir rol oynamıştır. Bireysel krediler, gerçek ve tüzel kişilere çeşitli ihtiyaçlarının finansmanı amacıyla kullanılan ve ana para ve faizin bir itfa planı dahilinde taksitler halinde geri ödenmesi imkanı sunulan tüketici kredileri ile bir limit dahilinde kullanıcıya harcama yapma yetkisi veren kredi kartlarından kaynaklanan alacaklardan oluşmaktadır. Nitekim bu nitelikteki kredilerin 2002 yılsonu itibarıyla yüzde 15,7 olan toplam krediler içerisindeki payı da 2009 yılı Ocak ayı sonu itibarıyla yüzde 31,9'a yükselmiştir.



**Grafik 5: Bankaların Aktif Kompozisyonu**

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu- Mart 2010 ve Aralık 2010 verileri kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.



Grafik 5'te görüldüğü üzere bankaların aktif pozisyonundaki en büyük değişim krediler de yaşanmıştır. Finansal inovasyonlar aracılığıyla farklı şekillerde sunulan finansal ürünler kredilerin artışında en önemli role sahiptir.

### **5.1.3. Bankacılık Sektörünün Liberalleşmesi**

Finansallaşma sürecinde bankacılık yapısında ve aktivitelerinde önemli değişimler meydana gelmiştir. Bankaların aktif yapısındaki en önemli gelişim yabancı bankalarda yaşanmıştır. Yabancı bankaların oranı giderek artmış ve 2007 yılında pazar payları %39,7'ye ulaşmıştır. Türk bankaları 2001 krizinden sonra ve özellikle 2005 yılından sonra sektör yabancı bankalar için daha da çekici hale gelmiştir. Serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte ekonomini liberalleşmesi ile yabancı yatırımcıların önü açılmıştır.

2005 yılı itibariyle 15 yerel banka yabancılar tarafından satın alınmıştır. Yabancı bankalar sermayenin uluslararasılaşmasının derinleşmesine önyak olmuştur. Büyük uluslararası sermaye akımları son yıllarda doğrudan gelişmekte olan ülkeleri seçerek, bu ülkelere kaymakta ve yabancı bankalar da pazar paylarını arttırmaya çalışırken, diğer yandan kar fırsatlarından yararlanmaktadırlar. Bunun en büyük nedeni neoliberalizm hareketlerinden sonra gelişmekte olan ülkeler için Washington Uzlaşısı planı gösterilebilir. Zira Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler (Brezilya, Arjantin, Meksika gibi) doğrudan yabancı yatırımına kapılarını açarken birçok adaptasyon sorunu yaşamıştır.

Yabancı banka girişleri uluslararası ve ulusal etmenlerden kaynaklanırken, bunlar literatürde itme ve çekme faktörleri olarak adlandırılmaktadır. Bu faktörler kısaca şu şekilde açıklanabilir: Uluslararası faktörlerin başında yabancı sermayenin kar fırsatlarını arttırma ve pazar paylarını genişletme isteği gelmektedir. Bu sermaye akımı son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir (Aysan ve Ceyhan, 2008: 94).

#### 5.1.4. Bankacılık Sektörünün Uluslararası Finansal Piyasalarından Borçlanmaları

Bankaların son kriz ertesinde yurtdışı kredi olanaklarının daraldığı gözlenmektedir. Kriz ortamında finansal kuruluşların uzun vadeli kredi verme eğilimlerinin azalması neticesinde özellikle sendikasyon kredilerinin vadesinin seküritizasyon kredilerine göre (bankaların alacaklarını teminat göstererek yaptıkları borçlanmalar) daha uzun olması nedeniyle bu kredilerdeki azalış daralmada etkili olmuştur.

**Tablo 5**  
**Dış Piyasalardan Sağlanan Kaynakların Gelişimi (Milyar ABD Doları)**

(Milyar Dolar)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sendikasyon Kredileri <sup>25</sup>	3,8	6,5	8,1	12,5	13,2	11,2
Seküritizasyon Kredileri <sup>26</sup>	2,8	3,5	7,0	9,2	13,1	12,4
Toplam	6,6	10,0	15,1	21,7	26,4	23,6
Send.Kr/Top. Yab. Kaynaklar	2,5	3,3	3,1	4,0	3,0	2,6
Sek. Kr/Top. Yab. Kaynaklar	1,8	1,8	2,7	3,0	3,0	2,9

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu-Mart 2010: 20, sayı, 17

2001 sonrası dönemde bankacılık sisteminin mevduat dışında başlıca fon kaynağı yurt dışından temin edilen sendikasyon ve seküritizasyon kredileri olmuştur. Bununla beraber banka pasiflerinin yaklaşık %'60'lık bir yüzde ile ağırlıklı olarak mevduatlar oluştururken, bankalar ve diğer kurumlardan alınan krediler sadece %10'lar seviyelerinde kalmıştır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007: 32). Banka kredilerinin de ağırlıklı fon kaynağı olan mevduatlarla finanse edildiği düşünülürse bu şartlar altında geleneksel parasal çarpan modelinin ve banka borç verme kanalının Türkiye'de etkili olmasını beklemek kaçınılmaz olur.

Bankacılık sektörünün faaliyet gelirleri içinde en önemli kısmını oluşturan faiz gelirlerinin oluşumu incelendiğinde; finansal serbestleşme ile birlikte kredilerden alınan

<sup>25</sup> *Sendikasyon kredileri (syndication)*; aynı ödünç alıcıya, kredi vermek üzere bir araya gelen banka ve mali kurumların oluşturduğu topluluktur. Gerçekte, kredi sendikasyonu bir ödünç alıcıya aynı anda farklı bankalar tarafından açılan bir dizi kredi niteliğindedir. Sendikasyon kredileri genellikle 5-7 yılı kapsayan vade yapısında olmakla birlikte Türkiye'de vade yapısı 1 ila 2 yıldır.

<sup>26</sup> *Seküritizasyon kredileri* ise; banka portföyünde yer alan araçların gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının teminat göstererek yurt dışından sağlanan fonlardır. Türk bankalarının yurt dışından temin ettikleri seküritizasyon kredilerinin vade yapısı genellikle 7 ila 8 yıl arasında bulunmakla birlikte, son zamanlarda görülen ekonomik istikrar sonucunda vade yapısında uzama ve borçlanma maliyetinde düşüş olduğu görülmektedir (bkz. TCMB Finansal Piyasalar Raporu, 2005: 42).

faizlerin toplam faiz gelirleri içindeki payının giderek azaldığı görülmektedir. Ekonomide faiz lehine oluşan kur faiz makası, finans sektöründeki kaynakların reel sektör yerine kamu sektörüne aktarılmasına sebep olmuştur. Kur-faiz makasının yarattığı dışlama etkisini (crowding-out) bilançolarda kredilerin ağırlığının azalması yanında kredilerden alınan faizlerin seyri ile gözlemlemek mümkündür. 1990 yılında %69,2 oranında paya sahip olan kredilerden alınan faizlerin oranı 2000 yılında %38,0 seviyesine kadar gerilemiştir. 2000–2003 yılları arasındaki düşüşü ise yaşanan finansal kriz nedeniyle takipteki kredilerin artmasıyla açıklamak mümkündür. 2004 yılında itibaren artış eğilimine giren bu oran henüz 1990 yılı seviyesini yakalayamamıştır.

Bu durum ise 2009 yılında bile bankaların kullanımlarında menkul değerlerin ağırlığının yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. 1990’lı yıllarda kamu kesimi açıklarının büyümesi ve bu açıkların büyük ölçüde bankacılık sistemi aracılığıyla finansmanının sağlanması nedeniyle, faiz gelirleri içinde finansal varlıklardan alınan faizlerin payının artmaya başladığı görülmektedir. Finansal varlıklardan alınan faizlerin payı 1986–1990 döneminde % 19 iken, devamlı yükselerek, 2002–2007 döneminde % 49’a kadar çıkmıştır. 2008 yılında ise %32,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kredi stokunun hızlı bir artış gösterdiği 2002–2007 döneminde finansal varlıklardan alınan faizlerin, toplam içindeki payının artmasının nedeni kamu bankalarının görev zararlarının kamu borçlanma kağıtlarıyla yenilenmesi ve finansal varlıkların getirisinin kredilerden daha yüksek olmasıdır. Kredilerin getirisi, ancak 2007 yılında finansal varlıkların getirisini yakalayabilmiştir.

Gerek pozitif faiz politikasının tasarrufları uyarıcı etkisiyle, gerekse ekonominin örgütlenmemiş piyasalarındaki tasarrufların mali sisteme transfer edilmesi ile GSYİH büyüme hızından kaynaklanan gelir ve ikame etkileri bankaların kaynak yapısına mevduatların toplam kaynak içinde nispi payının artması şeklinde yansımıştır. Mevduat hacmi artışının yanında kamunun fon talebinin yurtiçi piyasada mevduata ciddi bir alternatif olarak ortaya çıkması nedeniyle yükselen mevduat faiz oranları, faiz giderleri içinde mevduata verilen faizlerin payının artmasına neden olmuştur. 1999 yılından itibaren nispeten azalan mevduata verilen faizler 1990–2009 döneminde faiz giderlerinin önemli bir yüzdesini oluşturmaya devam etmektedir.

Faiz giderleri içinde ikinci en önemli kalem kullanılan kredilere verilen faizler olmuştur. Bu kalemin toplam faiz giderleri içindeki payı 1990–1995 döneminde % 10–

15 aralığında seyretmiş, daha sonra gerilemeye başlamıştır. Kullanılan kredilere verilen faizlerin toplam içindeki seyri, genelde yurtdışı kaynak kullanımına, dolayısıyla ekonomik istikrara bağlıdır.

Net ücret ve komisyonların payı, kamu borçlanma kağıtlarından elde edilen yüksek getirinin diğer bankacılık faaliyet alanlarının önemini azalttığı ve sektörün yoğun bir rekabet yaşadığı 1990'lı yılların ilk yarısında gerilemiştir. 1990 yılında faiz dışı gelirlerin % 14,8'i ücret ve komisyon gelirlerinden sağlanırken, 1994 yılında bu oran % 10'a düşmüştür. 1995–2003 yıllarında %20-40 bandında seyreden oran, 2004 yılından itibaren artış eğilimine girmiştir. Bu dönemde net ücret ve komisyon gelirleri artışının temel nedeni; nakdi ve gayri-nakdi kredi artışlarıdır.

Finansal liberalizasyon sonrasında ortaya çıkan en önemli gelişme, faiz dışı giderler içinde kambiyo giderlerinin payının önemli oranda artmasıdır. Yabancı para cinsi aktif-pasif farkının artışı yanında kurlardaki artış kambiyo giderlerinin payını yükseltmiştir. Diğer bir önemli gelişme ise sermaye piyasası işlem karlarındaki artıştır. Finansal varlıkları portföyündeki artışa paralel olarak; menkul değerler alım satım karları, alım satım komisyonları ile değerlendirme kazançlarından oluşan sermaye piyasası işlemlerinin faiz dışı gelirlerdeki payı 2000 yılından sonra artış eğilimine girmiştir.

## **5.2. Sermaye Piyasaları Finansallaşma Analizi**

Sermaye piyasalarının daha sağlıklı, fonksiyonel, şeffaf, istikrarlı bir yapıya kavuşması için 1981 yılında Sermaye Piyasaları Kanunu çıkarılmıştır. 1983 yılında “Sermaye Piyasası Kurumu” (SPK) işlerlik kazanmıştır. Bu kurumun görevi hisse senetleri ve bono alım-satımının gerçekleşeceği piyasayı düzenlemek ve denetlemek olarak belirlenmiştir. 1983'teki kararnameyle ikincil sermaye piyasası düzenlenmiş ve bu çerçevede “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” kurularak 1986 yılında faaliyete geçmiştir. Yine 1983 yılında “Mevduat Sigorta Fonu”, 1982'deki benzer krizlerin tekrar ortaya çıkmasını önlemek amacıyla kurulmuştur. 1985 Bankalar Kanunu, yine 1982 krizinde ortaya çıkan zayıflıkları gidermek amacıyla sermaye oranı, tek müşteriye kredi ve iştiraklere sınırlamalar getirmiştir.

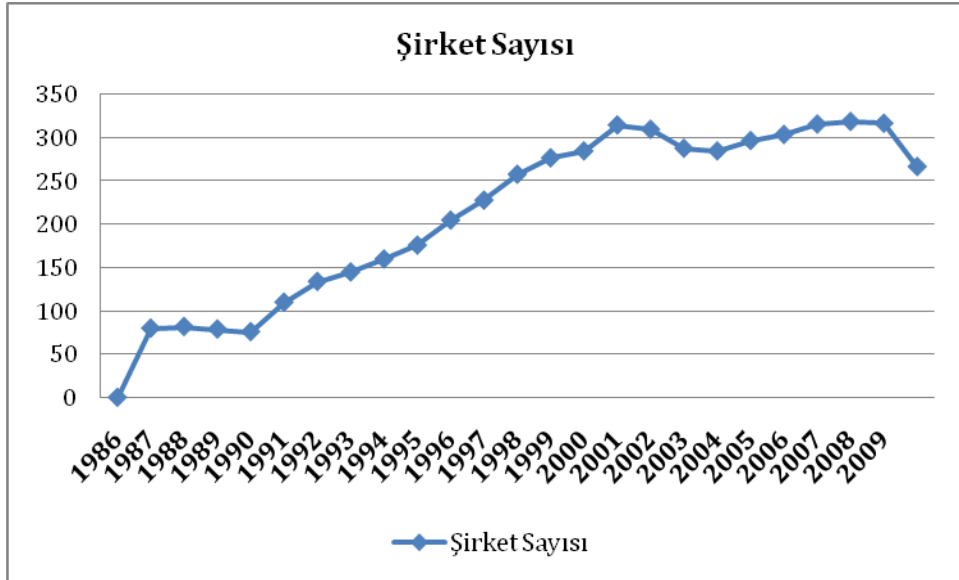
Türkiye'de 1980 sonrası yapısal değişimin bel kemiğini mali kesim reformları oluşturmaktadır. Yapılan mali sistem reformlarının temel felsefesi, sistem üzerindeki

kısıtlamaların kaldırılması ve bankacılık sektörüne girişin kolaylaştırılması yoluyla rekabetin özendirilmesidir. Mali kesimde serbestleşme, Temmuz 1980’de kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılmasıyla başlamıştır. Aynı dönemde başlatılan sıkı para politikası sonucu faiz oranları yükselmiş ve düşen enflasyon oranının da etkisiyle reel faizler %20’lere ulaşmıştır. Küçük zayıf bankalar, durumlarını kurtarabilmek için faiz rekabetine girmiş ve aşırı yüksek faizler sonucu iflaslar çoğalmıştır. Merkez Bankası’nın da bankacılık sektörünü denetleme ve gözetlemedeki deneyim ve örgütlenme eksikliği sonucunda beş özel banka iflas etmiştir. Bunların negatif olan net varlıkları kamu bankalarına devredilmiştir.

Finansal sektörde 1985 yılından itibaren iç borçlanmada yeni bir dönem başlamıştır. Mayıs 1985’ten başlayarak, Merkez Bankası, hazine tahvil ve bonolarını her hafta açık artırmayla piyasaya sürmeye başlamıştır. 1986’da Merkez Bankası, “Bankalararası Para Piyasası”nı kurmuş ve çeşitli vadelerle işlemlerin mümkün olduğu bu piyasada büyük çoğunlukla “bir gecelik” (overnight) işlemler yapılır hale gelmiştir. Döviz işlemleri konusunda da 1984 yılında yurtiçinde yerleşik kişi ve kuruluşlara bankalarda döviz hesabı açma olanağı verilmiştir. Bankalara yurtdışından hesap açma ve Merkez Bankası kuru etrafında belli sınırlar dahilinde döviz kurlarını belirleme yetkisi verilmiştir. Merkez Bankası’nın cari yıl bütçe ödeneğinin %15 oranındaki kısa vadeli avans uygulaması 1985 yılına kadar uygulanmış, bu tarihten sonra mali açıklar iç borçlanma yoluyla karşılanmıştır. 1994 krizinden sonra hazineye kısa vadeli avans bütçe ödeneğinin %12’si ile sınırlandırılmış, bu oran kademeli olarak 1997 yılına kadar %3’e düşürülmüştür. 2001 yılında çıkarılan yeni Merkez Bankası Kanunu ile Hazineye kısa vadeli avans uygulanmasına son verilmiştir.

Yine para piyasalarına ilişkin olarak; 2 Nisan 1986’da “Bankalararası Para Piyasası” kurulmuş, Şubat 1987’de Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamış, Ağustos 1988’de “Yabancı Para ve Banknot Piyasaları” finansal liberalizasyon çerçevesinde faaliyete geçen kurumlar olmuştur. Ayrıca 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeden sonra yabancı sermayeli şirket sayısı artmıştır. Bu şirketler en çok toptan ve perakende ticaret, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ve de imalat sanayinde faaliyet göstermektedirler.

Finansal liberalizasyonun ilk aşaması faizlerin serbest bırakılması olsa da izleyen aşamalarda farklı düzenlemeler yapılmış, örneğin, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmiştir. Bunu 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun oluşturulması izlemiştir. Bu kurulun görevi sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemek olarak belirlenmiştir. Buna bağlı olarak ayrıca 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş ve 1986 yılında 80 şirketin hisseleri ile faaliyete geçmiştir. Bu tarihten sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişerek artan oranda işlem hacmi, daha fazla şirketin borsaya kote olması ve sermaye artırımları gözlenmiştir. 2009 verilerine göre 267 olan şirket sayısı, piyasaların gelişimine paralel olarak büyümesine devam etmektedir.

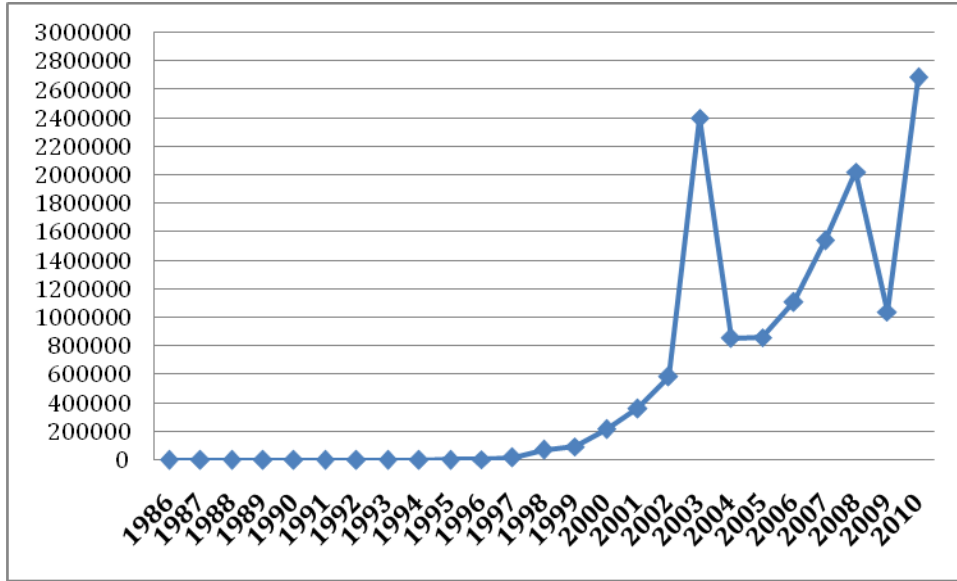


**Grafik 6: İMKB’de Faaliyet Gösteren Şirket Sayıları (Adet)**

**Kaynak:** TÜİK, İstatistiki Göstergeler 1923-2009, s.579, tablo 18.8’deki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Finansal reformların temel felsefesi, sistem üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve finansal piyasalara girişin kolaylaştırılması yoluyla rekabetin özendirilmesidir.

Yine para piyasalarına ilişkin olarak; Şubat 1987’de açık piyasa işlemleri, Ağustos 1988’de “Yabancı Para ve Banknot Piyasaları” faaliyete geçmiştir. Sermaye hesabının liberalizasyonu, 1980 yılında başlayan ekonomik ve finansal reform sürecinin son aşamasıdır. 1980 sonrası liberalizasyon süreci tam olarak 1989 yılında tamamlanmıştır (Kovancılar, 2004: 291-294).



**Grafik 7: İMKB yıllık İşlem Hacmi (Milyar TL)**

**Kaynak:** TÜİK, İstatistiki Göstergeler 1923-2009, s.581, tablo 18.10'daki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

İMKB 1986 yılında kurulmasına rağmen 2000'li yıllara kadar işlem hacmi 10 milyon TL'nin altında kalırken, işlem hacmi ancak 2000 yılından sonra 10 milyon TL'nin üzerine çıkmıştır. 2000'li yıllardan sonra doğrudan yatırımların önünün açılması ve vergilendirme avantajlarından dolayı işlem hacmi ve işlem miktarında hızlı bir yükseliş gözlenmektedir. Diğer yandan İMKB ortalama 200-300 milyon dolarlık işlem hacmi ve dünya ekonomileriyle entegre bir şekilde faaliyetini sürdürmektedir.

Finansal serbestleşme ile gelen finansallaşma sürecinin İMKB Hisse Senedi Piyasası'na yansması, yabancı yatırımcı payının artışı ile olmuştur. 2002 yılından önce %40'ın altında olan yabancı yatırımcı payı, 2007 yılı sonunda %72'yi bulmuş, 2008 yılında küresel krizin etkisiyle %67 olarak gerçekleşmiştir. Hisse Senedi Piyasası'nda tanımlı hesap adedine bakıldığında ise yabancı hesapların payının oldukça düşük olduğu görülmektedir. Nitekim 2009 yılsonu itibariyle hesap adetlerini binde 7'si yabancılara aittir. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların hesap başına portföy değeri 11 milyon TL iken, yerli yatırımcıların hesap başına portföy değeri 37 bin TL'dir. Yerli yatırımcı sayısı 2002 yılında 1.134 bin iken; 2009 yılında 1.108 bin adede düşmüştür. Hisse Senedi Piyasası'ndaki yabancı payının artmasının, halka arzlarda etkili olmadığı da görülmüştür. 1990-2000 arasında ortalama yıllık 24 şirket halka arz edilirken; 2001-2007 arasında ortalama yıllık 7 şirket halka arz edilmiştir. Hisse Senedi Piyasasında yabancı yatırımcı payının artışa geçmesinin ardından yerli yatırımcı sayısının

düşmesinin yanında halka arzlarda belirli bir gelişme sağlanamaması sermaye piyasasının temel işlevi olan sermayenin tabana yayılması işlevinden uzaklaştığını göstermektedir. Nitekim 2010 yılında İMKB öncülüğünde TOBB, SPK, TSPAKB ile birlikte “Halka Arz Seferberliği” başlatılmıştır.



**Grafik 8: İMKB İşlem Miktarı (Hisse)**

**Kaynak:** TÜİK, İstatistiki Göstergeler 1923-2009, s.581, tablo 18.10'daki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

### 5.3. Reel Sektörün Finansallaşma Analizi

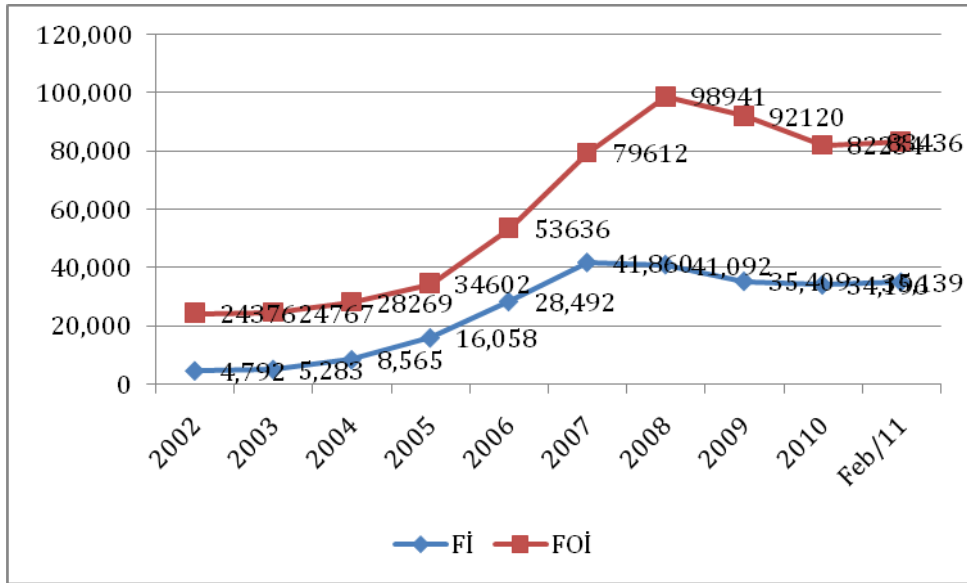
Türkiye’de ithalata bağlı yatırım malları üretimi, reel sektörleri finansman dolayısıyla dışa bağımlı kılmaktadır. Bu üretim biçimi reel sektörü ucuz döviz bulmaya zorlarken, yurtdışından borçlanmayı teşvik etmektedir. Dış borçlanma, enflasyon hedeflemesi programının bir parçası olan yüksek faiz oranları ve güçlü döviz politikasının sonucu olarak hızlanmıştır (Ergüneş, 2009).

Merkez Bankası tarafından 3680 özel imalat sektörü verilerini baz alan çalışmada “Sektör Bilançoları” ile ilgili raporda, özel imalat sektörünün artan yabancı döviz finansmanını yabancı kaynaklardan finanse ettiği gözlenmektedir. Bu verilere



göre 1999 yılından bu yana imalat sektörü kar oranlarında artış kaydederken, aynı zamanda finansal giderlerinde de ciddi artışlar yaşanmıştır.<sup>27</sup>

Roberto Chang'a göre; bazı dışsal olaylar sonucu, ekonominin kilit sektörlerinde artan üretim ve fiyatlarla gelen kar artışı, yatırımları teşvik etmekte ve konjonktürde yukarı dönüşü başlatmaktadır. Ancak banka kredisiyle karşılanan ve borçla finanse edilen bu süreç, mevduatı ve para arzını artırarak fiyatları yükseltmektedir. Fiyatların artışı nominal borçtaki artışı telafi edip, mevcut borcun reel değerini düşürmekte ve daha fazla borçlanmayı teşvik etmektedir. Bu aşırı borçluluk, ödenebilirliği yitirme (insolvency) aşamasına kadar sürmektedir (Chang, 1997: 7). Türkiye gibi zayıf ekonomiye sahip ülkelerde sermaye birikiminin güçlü olmaması nedeniyle firmalar sürekli finansman sorunu yaşamaktadırlar. Dolayısıyla bu durum borçlanma maliyetlerini artırmaktadır. Finansallaşma döneminde Türkiye'deki reel sektör ucuz fon temin etmek için küresel piyasalardan borçlanmayı tercih etmektedirler.



**Grafik 9: Finansal ve Finansal Olmayan İşletmelerin Dış Borçları (Milyar Dolar)**

**Kaynak:** TCMB <http://evds.tcmb.gov.tr/> adresindeki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 19 Mart 2011.

Bunun yanı sıra; finansallaşma ile birlikte finans dışı sektörün bankalara bağımlılığının azalmasıyla birlikte, özellikle FOİ'ler finansal piyasalarda aktif role sahip olmuşlardır. Liberalizasyon hareketlerinden sonra doğrudan yatırımların önünün

<sup>27</sup> Merkez Bankası veri tabanından alarak yaptığım çalışmayı, ilkin modelleme çalışmasında finansallaşma değişkenleri olarak sınılamaya çalıştım. Sektör bilançolarında yer alan kalemleri inceledikten sonra bu sonucu elde ettim. Bölüm VI'da daha detaylı olarak bilgi verilecektir (bkz.VI).

açılması, finans dışı sektörün dışarıdan daha ucuz maliyetle fon teminine olanak tanıdı. Her ne kadar bankalar ile diğer sektörler arasında organik bir bağ olsa da, banka dışı aktörlerin dış borç stokundaki hızlı artışı finansallaşma açısından kayda değer bir gelişmedir.

**Tablo 6**  
**Brüt Dış Borç Stoku Göstergeleri**

%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>							
Kamu/Toplam	2,0	2,9	3,2	2,9	2,1	1,8	1,8
Özel/Toplam	10,7	13,1	16,8	19,7	18,5	15,5	16,3
<i>Özel Finans Kur./Özel Kesim Top.</i>	39,2	44,4	48,4	51,5	54,0	42,9	48,1
<i>Özel Finansal Olmayan Kur./ Özel Kesim Toplamı</i>	60,8	55,6	51,6	48,5	46,0	57,1	51,9
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>							
Kamu/Toplam	64,8	63,2	57,1	47,7	40,0	34,0	31,3
Özel/Toplam	22,5	20,9	22,9	29,7	39,5	48,7	50,5
<i>Özel Finans Kur./Özel Kesim Top.</i>	16,4	17,6	23,3	31,8	34,8	34,6	29,3
<i>Özel Finansal Olmayan Kur./ Özel Kesim Toplamı</i>	83,6	82,4	76,7	68,2	65,2	65,4	70,7
Finansal Olmayan Kur./Toplam Borç	25,3	24,5	26,2	29,8	34,3	40,7	44,2
Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH	56,2	47,3	41,2	35,0	39,0	37,5	37,3

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, Sayı 22

Yukarıda tablo 6’da görüleceği üzere FOİ’lerin dış borçları giderek artan oranlı bir seyir izlemektedir. Finansallaşma ile beraber FOİ’ler uluslararası finansal piyasalarda aktif rol üstlenmektedirler. Finansallaşmanı en önemli göstergelerinden biri olan FOİ’lerin bankalara bağımlılığının azalıp, kendi hesaplarına işlem yapmalarındır. Türkiye’de ki dış borçlar açısından görünüm bu savı desteklemektedir.

Reel şirketlerin döviz varlığı ve yükümlülüklerine bakıldığında, özellikle yükümlülüklerdeki artış dikkat çekmektedir. 2009 yılı itibariyle yaşanan düşüş, küresel krizden dolayı dünyada ticaret hacminin daralmasının yanı sıra, 2009 yılı itibariyle varlıkların yükümlülüklerle oranı %51,3 dolayında gerçekleşmiştir. Diğer yandan yurtdışından sağlanan 91 milyar dolar tutarındaki kredinin sadece 0,7 milyar doları kısa vadeli. Sonuç olarak ülke içi kredilerle reel sektörün yurtdışından sağladığı krediler karşılaştırıldığında, yurtdışından temin edilen kredilerde önemli ölçüde artış görülmektedir.

**Tablo 7**  
**Finansal Kesim Dışındaki Şirketlerin Döviz Varlık ve Yükümlülükleri**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>VARLIKLAR</b>	30,202	37,67	45,401	62,643	76,130	81,364
<b>Mevduat</b>	19,957	24,565	30,882	45,405	54,795	60,357
Y.İçi Bankalar	8,573	10,598	12,636	18,756	4,402	27,261
Y.Dışı Bankalar	11,384	13,967	18,246	26,649	30,393	33,096
<b>Menkul Kıymetler</b>	920	1,306	1,035	933	830	695
Devlet Borçlanma Senetleri	808	1,175	790,000	632	573	495
Yurt Dışındaki Portföy Yatırımları	112	131	245,000	301	257	200
<b>İhracat Alacakları</b>	4,381	6,016	6,429	8,848	10,314	8,591
<b>Y.Dışına Doğrudan Sermaye Yat.</b>	4,945	5,783	7,056	7,457	10,191	11,722
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	50,693	58,739	72,217	100,271	139,275	160,802
<b>Nakdi Krediler</b>	44,148	49,349	61,206	88,54	124,756	146,129
<b>Yurt İçinden Sağlanan Krediler</b>	18,158	20,457	26,429	34,804	46,305	48,065
<b>Yurt Dışından Sağ. Krediler</b>	25,99	28,892	34,777	53,736	78,451	98,063
Kısa Vadeli	1,595	1,206	1,065	1,12	702	1,176
Uzun Vadeli	24,395	27,686	33,712	52,616	77,749	96,887
Vadeye kalan süre 1 yıldan az						29,168
Vadeye kalan süre 1 yıldan fazla						67,719
<b>İthalat Borçları</b>	6,545	9,39	11,011	11,731	14,519	14,673
Kısa Vadeli	6,297	9,088	10,674	11,354	14,085	14,049
Uzun Vadeli	248	302	337,000	377	434	624
<b>Net Döviz Pozisyonu</b>	-20,491	-21,068	-26,815	,37,628	63,146	-79,438

**Kaynak:** TCMB (Aktarılan BDDK, Finansal Piyasalar Raporu-Haziran 2011: 13).

Makro ekonomik istikrar açısından yakından takip edilmesi gereken finansal kesim dışındaki şirketler kesiminin net döviz pozisyonu 2009 yılsonu itibarıyla da açık vermeye devam etmektedir. Genel ekonomik ortam, şirketlerin mali yapısı ve borç ödeyebilme kapasitesi üzerinde etki yaratabilmektedir. Bu çerçevede, şirketler kesiminin diğer bir risk göstergesi ise, yurtdışından sağlanan ve vadesinin dolmasına bir seneden az kalan borçların, mevcut ekonomik konjunktürde geri ödenmesinde yaşanabilecek muhtemel risklerdir. Ayrıca imalat sanayi borç dolarizasyon oranlarının yüksek seviyelerini hala koruduğu görülmektedir. 2000 yılında %78,3 olan yabancı para borçların toplam borçlara oranı 2007 yılında %69 seviyesine gerilemiş, 2008 yılından itibaren ise %71,4 oranına çıkmıştır.

Finansal olmayan kesim net döviz pozisyonuna bakıldığında 2009 yılsonu itibarıyla 76.652 milyon dolar açık vermiştir. Finansallaşma ile birlikte finansal

olmayan şirketlerin borçluluklarında artış gözlenmektedir. Şirketler faaliyetlerini özellikle yurtdışından borçlanarak gerçekleştirmektedirler. Uluslararası finansal piyasaların globalleşmesi, finansal şirketler dışındaki kesimin uluslararası piyasalarından borçlanmaları finansallaşma dönemi ile ilintilendirilebilir. Bu da sermaye birikimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Finansal piyasaların fazla gelişmemiş olduğu Türkiye’de uzun vadeli fon ihtiyacına cevap veren sermaye piyasasının da geliştiği söylenemez. Bu durumda, piyasada faaliyet gösteren şirketler fon ihtiyaçlarını genelde yurtiçi banka kredilerinden veya yurtdışı banka kredilerinden temin yolunu seçmektedirler. Borçlanma ihtiyacı içinde olan şirketler, borçlanma maliyetlerini yurtiçi ve yurtdışı maliyetleri kıyaslayarak borçlanmaya karar vermektedirler. Uluslararası finansal piyasaların birbirine entegre olmasıyla, maliyetleri kıyaslayarak yabancı bankalar veya piyasalardan borçlanma daha cazip hale geldiğinden, yurtdışı kredi olanakları kullanılmaktadır.

Diğer yandan para ve sermaye piyasalarının gelişmemesi monetizasyonu<sup>28</sup> da bazen mecbur kılmaktadır. Eğer hükümetin halkın fonlarını toplayabileceği kanallar yeterince işlerlik kazanmadıysa, başvurulacak yol dış borçlanma veya monetizasyondur.

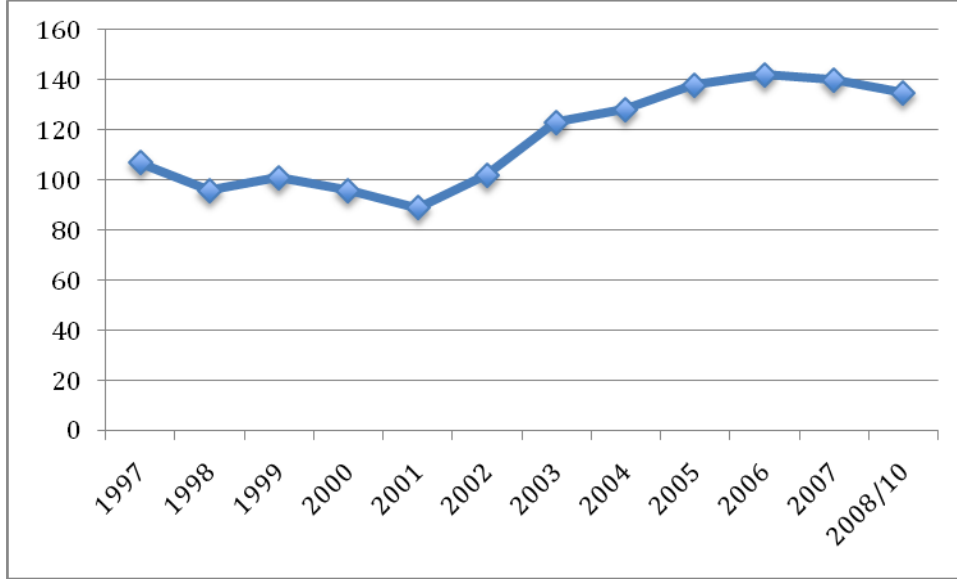
Ergüneş’in yapmış olduğu çalışmasında hem ilk 500’de hem de ikinci 500’de yer alan sanayi şirketlerinin faktör gelirlerine göre katma değeri ve reel kesim faiz yükleri yıllara göre önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum, reel kesimin finansmanında banka kredilerindeki azalmanın göstergesi olarak yorumlanabilir. İlk 500 sanayi şirketinin faiz ödemeleri 2002’de %30,4 iken bu oran 2005’te %8,8’e düşmüştür (Ergüneş, 2009). Finansallaşma ile birlikte reel kesim şirketlerinin finansal piyasalarda aktif rol üstlenmesiyle, finansman ile ilgili konularda para piyasalarından bağımsız hale gelmişlerdir.

Bu süreçte, reel sektörün finansmanında, ülke içi kaynaklar ağırlığını korumakla birlikte dış kaynakların oranı artmaya başlamış, özellikle banka dışı fon

---

<sup>28</sup> Monetizasyon; iktisadi yazında devletin, iç borçtan kurtulma çaresi olarak sunulan bu yöntem, para basılarak iç borçların ödenmesidir. Genellikle monetizasyon, basılan parayla iç borçların tek seferde ödenmesi olarak algılandığına da, aslında borçların vadesi geldikçe devletin para basması anlamına gelmektedir. En büyük dezavantajı ise hiperenflasyona yol açmasıdır.

kaynaklarının da ağırlığı artmıştır. Finansmanda yaşanan bu değişim finansallaşmanın etkilerinden biri olduğu gibi, sermayenin uluslararasılaşması sürecinin gelmiş olduğu aşamaya bağlı olarak gerçekleşmiştir (Ergüneş, 2009).



**Grafik 10: Sanayi Üretim Endeksi (1997=100) (TUİK)**

**Kaynak:** www.dataeconomicresearchforum.org adresinden alınarak veriler tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 7 Temmuz 2011.

Diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı olarak, Türkiye’de üretim ve verim artışlarına rağmen, iktisadi büyümeye paralel istihdam artışları gerçekleşmemekte, işsizlik oranları giderek artmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, ticaret fazlası verdiği “emek-yoğun”, “kaynak temelli”, “düşük-orta” teknoloji sektörlerinde uluslararası rakipleri yine kendilerine benzer koşullarda üretimin gerçekleştiği çevre ülkeleridir. Rekabet gücünü artırmak, birim emek maliyetlerinin aşağı çekilmesiyle gerçekleşmektedir. Döviz kuru politikalarının giderek devre dışı kaldığı ve üretim teknolojisinde büyük farkların olmadığı koşullarda, birim emek maliyetlerinin düşmesi, reel ücret ve istihdam hareketlerinin bastırılması ile mümkün olmaktadır. Bunun yanında çoğu zaman yurtdışı ithal girdilere sınırlı ölçüde katma değer ekleyerek geliştirilen ihracat, yurtiçi ara-mal üretiminin ve sanayilerin teknolojik girdi-çıkıtı bağlantılarının parçalanmasına neden olmaktadır. Böylece ihracat artışı gerçekleştirilen sektörler de gerek katma değer, gerekse istihdam artışı gerçekleştirmede son derece “cılız” kalmaktadır (Voyvoda, 2009: 42).

**Tablo 8**  
**Reel Kesim Şirketlerin Seçilmiş Bilanço Kalemleri**

Milyon TL	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dönen Varlıklar	108.824	131.533	170.122	193.025	267.423	311.868	383.878
Bankalar	13.824	15.367	16.437	22.484	32.434	34.903	50.882
Menkul Kıymetler	6.606	8.627	5.659	2.438	2.837	3.570	4.199
Duran Varlıklar	100.745	121.529	174.681	188.386	260.068	312.272	370.348
<b>TOPLAM AKTİF</b>	<b>209.570</b>	<b>253.062</b>	<b>344.803</b>	<b>381.411</b>	<b>527.492</b>	<b>624.140</b>	<b>754.226</b>
Toplam Yabancı Kaynaklar	135.468	152.162	165.508	187.641	270.744	317.185	422.822
Mali Borçlar	58.012	61.177	55.996	65.095	108.875	125.538	187.317
Banka Kredileri	45.925	46.366	46.826	55.696	93.650	106.852	161.515
Ticari Borçlar	33.428	39.384	47.415	56.363	79.093	89.472	111.145
Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar	43.117	50.103	60.804	64.672	81.143	100.085	121.641
Özkaynaklar	74.102	100.900	179.295	193.770	256.747	306.955	331.403

**Kaynak:** TCMB (Aktaran BDDK Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2010: 19)

Reel kesim şirketlerinin pasif yapısı incelendiğinde 2000-2005 döneminde özkaynakların toplam içindeki payının arttığı görülmektedir. Bu oran 2006-2009 döneminde dalgalı bir seyir izlemiştir. Finansallaşmanın temel göstergelerinden biri olan toplam yabancı kaynakların aktif oranında ise dramatik olarak yüksek artış görülmektedir. Toplam yabancı kaynaklar ağırlıklı olarak kısa vadeli (toplam yabancı kaynak içinde %66) olup, banka kredileri toplam yabancı kaynaklar içerisinde en önemli kalemlerden birisidir. Söz konusu kalem, 2005 yılında %30 iken 2009 yılında %38 düzeyinde gerçekleşmiştir.

**Tablo 9**  
**Özel Büyük Kuruluşlarda Sanayi Faaliyetleri Dışı Gelirler ile Net Bilanço Karları**  
**(Vergi Öncesi) İlişkisi (000 TL)**

Yıllar	Diğer Gelirler	Değişim(%)	Net Bilanço Karı	Değişim (%)	½ (%)
1991	3.721.503	67,3	7.282.287	9,0	51,1
1992	7.794.368	109,4	20.052.422	175,4	38,9
1993	17.548.778	125,1	43.093.652	114,9	40,7
1994	57.694.648	228,8	105.587.224	145,0	54,6
1995	96.191.958	66,7	206.857.875	95,9	46,5
1996	195.948.193	103,7	370.418.929	79,1	52,9
1997	407.054.079	107,7	771.761.381	108,3	52,7
1998	699.577.134	71,9	797.402.394	3,3	87,7
1999	1.577.329.277	225,5	720.405.946	-9,7	219,0
2000	1.760.163.000	116,0	1.583.000.000	199,7	114,4
2001	4.645.688.000	163,9	718.029.000	-54,6	547,0
2002	4.833.432.876	4,0	4.269.000.132	494,5	113,2
2003	5.016.304.190	3,8	6.988.509.658	63,4	71,8
2004	3.557.000.000	-29,1	9.057.929.518	30,1	39,1
2005	3.048.142.434	-14,3	9.226.526.554	-0,4	37,0
2006	3.390.555.053	10,9	12.856.752.414	56,1	26,3
2007	6.124.524.780	81,2	17.223.034.088	34,0	35,0

**Kaynak:** İSO, İstanbul Sanayi Odası Dergisi (Özel Sayı), Sayı 461, Ağustos 2004, s.56,  
[http://www.iso.org.tr/tr/web/StatikSayfalar/Kutuphane\\_yayinlar\\_detay.aspx#118](http://www.iso.org.tr/tr/web/StatikSayfalar/Kutuphane_yayinlar_detay.aspx#118) veriler  
adresinden alınmıştır, erişim tarihi 17 Mart 2011.

Tablodaki faaliyet dışı gelirler<sup>29</sup> incelediğimizde, İSO 500 kapsamında faaliyet dışı gelirlerin, dönem kar ve zararları toplamı içindeki payı 1980’li yıllarda %30’lar seviyelerinde iken, takip eden yıllarda hızla artarak 1999’da %219’a, kriz yılı 2001’de ise %547’lere kadar yükselmiştir. 2001 sonrasında ekonomideki olumlu gelişmeler paralelinde, üretim faaliyeti dışı gelirlerin dönem kar ve zarar toplamı içindeki payı hızla gerilemeye başlamış ve 2006’da %26,3 ile en düşük seviyeye inmiştir. Buradaki en önemli etken Türkiye’de uygulanan para politikalarıdır. 2007 yılında ise, faaliyet dışı gelirlerin dönem kar ve zarar toplamı içindeki payının yeniden yükselişe geçerek, %35,6’ya çıktığı görülmektedir. 2007 yılında dönem kar ve zarar toplamında %34 oranında artış gerçekleşirken, dönem kar ve zarar toplamının alt kalemlerinden biri olan

<sup>29</sup> Muhasebe Standartları uygulamasına göre *işletmelerin esas faaliyet dışı gelir ve karlarını*; iştiraklerden ve bağlı ortaklıklardan elde edilen temettü geliri, faizleri, temerrüt faizleri, diğer temettü gelirleri, kambiyo karları, kira gelirleri ve menkul kıymet satış karları, esas faaliyet dışı gelir ve karları meydana getirir. Kısaca esas faaliyet dışı gelir ve karları kalemini finansal gelirlerin oluşturduğu söylenebilir.

üretim faaliyeti dışı gelirleri %81,2 oranında artmıştır. Bu kalemden 2001 sonrası dönemde en yüksek artış oranıdır ve son derece dikkat çekicidir.

Kısacası, finansallaşmanın FOİ'ler açısından iki önemli sonucu olmuştur. Birincisi, bu işletmelerin hisse senetlerinin giderek artan bir kısmını kontrolleri altına alan kurumsal yatırımcılar, pasif kalmaktan ziyade işletme yönetim ve stratejilerinin belirlenmesinde doğrudan bir rol oynamaya yönelmiş, yalnızca işletme stratejilerini değiştirmekle kalmamış, aynı zamanda da işletmelerin gelirlerinin giderek artan bir miktarının kendilerine kar payı olarak dağıtılmasını sağlamışlardır. İkincisi, finansal faaliyetlerin karlılığının giderek artması karşısında FOİ'ler de giderek artan oranlarda finansal yatırımlara yönelmiş, ana faaliyetlerine ek olarak finansal faaliyetlerden de büyük karlar elde etmeye başlamışlardır (Orhangazi, 2008: 153).

Bilindiği üzere, son yıllarda finansman giderlerini azaltmak için kuruluşlar yurt dışı kredi kaynaklarına yönelmişlerdir. Dış borçtaki bu artış, faaliyet dışı gelirlerin niteliğini de etkilemiştir. 2007 öncesinde faaliyet dışı gelirler, esas olarak faiz gelirlerinden oluşurken, 2007 sonuçları faaliyet dışı gelirlerin eski yıllardaki gibi faiz gelirlerinin yanı sıra, kambiyo karları ağırlıklı olduğunu ortaya koymuştur. Zira realize olmamış döviz cinsinden işlemlerin değerlendirme günündeki kurla dikkate alınması, kambiyo gelir veya giderlerine neden olabilmektedir. Bu değerlendirme 2007 yılında kambiyo gelirlerini artırıcı şekilde işlemiştir. Kambiyo gelirlerindeki artış, dönem kar ve zarar toplamı içinde faaliyet dışı gelirlerin boyutunu etkilemektedir. Kambiyo gelirlerindeki artış, dönem kar ve zarar toplamını artırmış ve dolayısıyla satış karlılığını yukarı çekmiştir. Diğer yandan, kurlardaki tersine bir hareket kambiyo karlarını ve dolayısıyla satış karlılığını olumsuz etkileyecektir.

Diğer yandan FOİ'lerin artan finansal ödemeleri ve giderek daha fazla finansallaşmalarının reel sermaye yatırımları üzerinde ciddi etkileri olabileceği Stockhammer (2004) ve Crotty (2005) gibi yazarlar tarafından öne sürülmektedir. Bu etkiler iki biçimde ortaya çıkabilir. Birincisi, artan finansal yatırımlar, reel yatırımlar için işletmelerin elindeki fonların azalmasına neden olarak reel sermaye birikimini yavaşlatıcı bir etki gösterebilir. Finansal piyasalarda yüksek getiri oranları da işletmeleri, fonlarını reel yatırımlar yerine finansal yatırımlara yöneltmeye sevk ederek reel sermaye birikimine olumsuz bir etkide bulunabilir. Buna ek olarak, FOİ'lerin üzerindeki hissedar değerini azamileştirme baskısı, işletmelerin kısa vadede gelir



getiren finansal yatırımları, uzun vadede gelir getirecek reel yatırımlara tercih etmesine yol açabilir. İkincisi, temettü ödemeleri ve hisse geri alımları işletmelerin elinde yatırım için kalan fonları azaltır. FOİ yöneticileri, hem başta kurumsal yatırımcılar olmak üzere hissedarlarını tatmin edebilmek, hem de hisse opsiyonları sayesinde kendileri kazanç sağlayabilmek için kısa vadede yatırıma daha az fon ayırarak gelirlerin bir büyük bir kısmını hisse senedi fiyatlarını arttıracak biçimde özel temettü ödemeleri ve hisse geri alımlarına yönlendirebilir. Her ne kadar azalan fonlar, piyasalardan borçlanarak yeniden elde edilebilecek olsa da bu fonların maliyeti, dağıtılmayan kârların maliyetinden daha fazla olacağından, yatırımlar üzerindeki olumsuz etkiyi ortadan kaldırmaya yetmeyebilir (Orhangazi, 2008: 154).

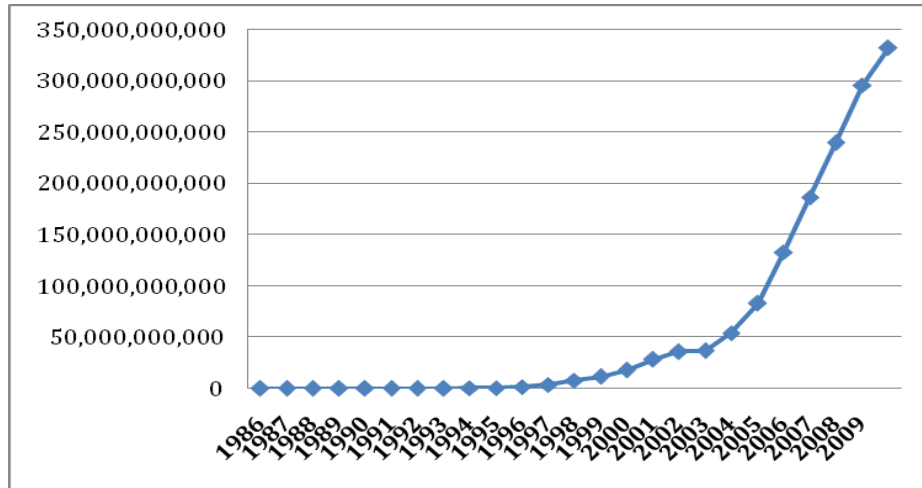
Yukarıdaki yer alan temel veriler dikkate alındığında, iç ve dış borç toplamının milli gelir düzeyine yaklaşması, toplanan tüm vergilerin tamamına yakın kısmının faiz giderlerine gidiyor olması, borçlanma maliyetinin yüksek olması, yüksek enflasyon vb. temel parametrelere ilişkin veriler oldukça hassas veriler olarak değerlendirilmelidir. Diğer yandan ülkenin en büyük 500 sanayi kuruluşunun 2008 yılında yüzde 3,9 olan satış karlılık oranı 2009'da yüzde 5,8'e, özel kuruluşlarda ise yüzde 3,6'dan yüzde 5,2'ye yükselmiştir. Üretim faaliyeti dışı gelirlerin vergi öncesi dönem kar ve zarar toplamı içindeki payına bakıldığında, 2006'dan sonra artmaya başlayan bu oran 2009'da bir önceki yıla göre 7,4 puan artarak yüzde 44,2'ye yükselmiştir. Faaliyet dışı karların giderek artması, büyük firmaların büyük oranda reel üretimi terk ederek, tamamen spekülâtif karlar peşinde koştuklarını göstermektedir. Bu da finansallaşmanın en önemli göstergelerinden biri olarak gösterilebilir.

#### **5.4. Yurtiçi Kredi Hacmi**

Kapitalist bunalım kuramında; bunalım olarak tanımlanan mal satılmayışı, stok birikmesi, bunun sonucu kar hadlerinin ve yatırımların oranının düşmesi, çok kolay önlenebilir. Para ve kredi mekanizması yoluyla, talep eksildiği zaman stokları eritmek için piyasaya karşılıksız para sürülür, eksilen talep telafi edilir, stoklar erir, karlar artar. Yatırımlar yavaş gidiyorsa; uzun süreli yatırım kredileri açılır ve bu yavaşlama giderilir. Onlara göre bunalım bir kavram, tamamıyla bir para ve kredi sorunudur. Nedenleri ve çareleri buradan aranmalıdır (Sweezy, 1970: 234).

Kapitalist sistemde piyasaların özerk oluşu ve çok sayıda alıcı ve satıcı olması rekabet ortamı yaratmaktadır. İlk başlarda monopol olarak piyasaya giren yatırımcı bir süre sonra iyi oranda kar ettikten sonra *ceteris paribus*, karşısında rakip firmaları görecektir. Bu pozisyonda kar oranlarını düşürmek zorunda kalacaktır. Kar oranları azalması yatırımları yavaşlatacaktır. Yatırımların yavaş gitmesine paralel olarak önceki bölümde bahsettiğimiz, kapitalist kar oranını artırmak için Marx'ın sermayenin organik bileşimindeki değişken sermayede değişime gidecektir. Dolayısıyla ilk akla gelen işçilerin ücretleri olacaktır. İşçi ücretlerini azaltarak ya da Marx'ın deyiimiyle sömürerek ayakta kalmayı sağlayacaktır. İşsiz yedek ordusunun piyasada çok fazla olması nedeniyle kapitalist burada rekabet avantajını lehine çevirecektir. Bekleyen işsiz ordusunu kapitalist, istediği çalışma koşullarında ve istediği ücretle çalıştırabilecektir.

Diğer yandan, azalan ücret oranlarının azalmasıyla talep de azalacaktır. Mala olan talep gelir esnekliğine bağlı olduğundan, gelir ile talep arasında pozitif ilişkiden söz edilebilir. Gelir azaldıkça talep düşecektir. Finansallaşma ile hedeflenen faktör talebi canlı tutmak olacaktır. Dolayısıyla geliri destekleyecek unsur ise kredi mekanizması olacaktır. Bunun gerçekleşmesi için önce para piyasalarından gerekli zeminin hazır olması gerekir. O da kredi hacmidir.



**Grafik 11: Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmi (Milyon TL)**

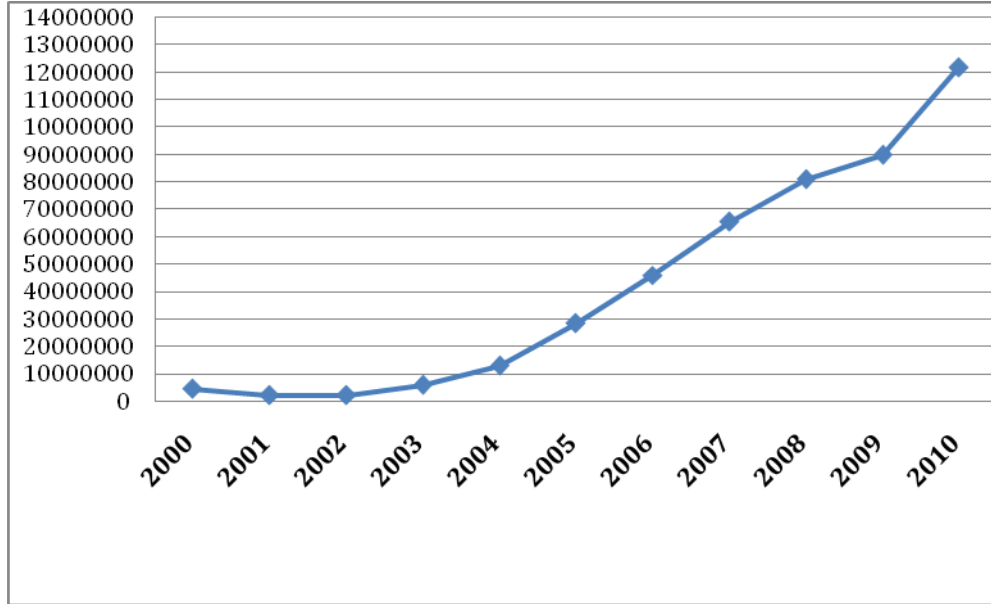
**Kaynak:** TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr> adresindeki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 4 Nisan 2011.

Finansallaşma döneminde artan kredi hacmi üretimden ziyade tüketimi teşvik ederken, yatırım malları ya da sermaye malları üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Ergüneş'e göre; ekonomide gözlenen bu eğilimler Türkiye ekonomisinin finansallaşmasının can alıcı unsurları olmuştur (Ergüneş, 2009: 18).

#### 5.4.1. Tüketici Kredileri

Yurtiçi kredi hacminin genişlemesiyle birlikte bankacılık sektörü, ticari sektörden ziyade kişilere yönelmiştir. Ev kredisi, eğitim, otomobil gibi tüketici kredilerinin arzı buna bağlı olarak hızla yükselmiştir. 2002'de 4 milyar dolar olan tüketici kredileri 2007'de 81,9 milyar dolara ulaşmıştır. Buna paralel olarak tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki oranı 2002'de %13,4 iken 2007'de %33,3 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici kredilerindeki en yüksek artış oranı ise ev kredilerinde ortaya çıkmıştır.

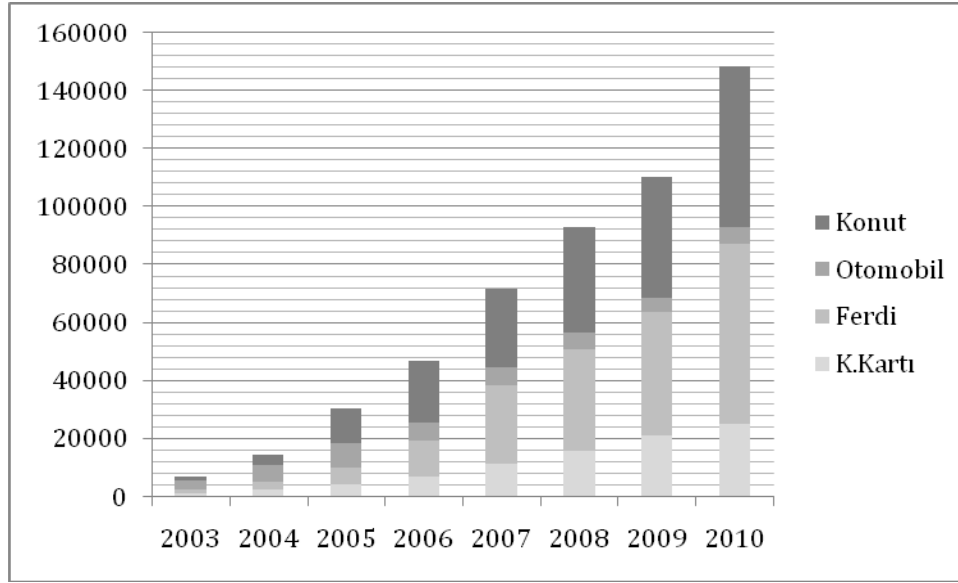


**Grafik 12: Tüketici Kredileri (Bin TL+YP)**

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2010 verileri kullanarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Tüketici kredileri; bireysel krediler, konut, otomobil, genel amaçlı ve diğer kredileri kapsamaktadır. Bankaların tüketiciye uzun vadeli ipotek kredisi verebilmesini sağlayan "Konut Finansmanı Kanunu"nun 2007 yılında onaylanmasından sonra özellikle konut kredilerinde ciddi artışlar gerçekleşmiştir. Özellikle Ağustos 2009'dan sonra ise konut kredisi faiz oranlarının düşmesiyle birlikte konut kredilerine yönelik talebin artmasına neden olmuştur. 2006 yılı ile kıyaslandığında Aralık 2009 itibarıyla konut kredileri %91 oranında artmışken (ancak diğer birçok ülkede olduğundan daha

küçük bir tabandan başlayarak), otomobil kredileri aynı dönemde %34,8 azalmıştır. Hükümetin geçici vergi teşvikleri aracılığıyla otomobil alım hacmini korumayı başarmasına karşın, otomobil kredileri düşmüş ve halen yükselişe geçememiştir. Genel amaçlı krediler ise; dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketici ürünleri, eğitim, evlilik ve sağlık amaçlarına yönelik olarak alınmaktadır. 2006 yılı ile kıyaslandığında, 2009 yılında bu tip krediler %142,4 oranında artmıştır (BDDK, Finans Piyasaları, Eylül 2010).



**Grafik 13: Bireysel Krediler ve Kredi Kartları<sup>30</sup>**

**Kaynak:** TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/> adresindeki veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 4 Nisan 2011.

Kredilendirmenin asli görevi reel sektörü fonlamak olsa da finansallaşma döneminde bu görevden uzaklaşıldığı görülmektedir. Finansal piyasalardaki işlem hacminin artmasına paralel olarak, tüketiciye sunulan egzotik ürünler ve spekülatif hareketler finansal piyasalara verilen önemin artmasına neden olmuştur.

Bunun nedeni ise yurtiçi kredi hacminin genişlemesine ve tüketim harcamalarındaki artış olarak gösterilebilir. Sermaye hareketlerindeki artış aynı zamanda tüketimde patlamayla ilişkili olmuş, hanehalkı tasarruflarını azaltırken

<sup>30</sup> Merkez Bankası'nın Mayıs 2011 tarih itibarıyla açıklamış olduğu verilere göre; tüketici kredileri borcunun 141 milyar 336 milyon TL, kredi kartı borçlarının 45 milyar TL 251 milyona ulaştığını, tüketici borcunun 186 milyar 642 milyon olduğu görülmektedir. 2010 yılı TÜİK'in yayımladığı milli gelirin 1 trilyon 105 milyar TL olduğu göz önüne alındığında, tüketici borçlarının milli gelire oranını %16,88'e çıkararak tarihi rekorunu kırmıştır ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)).

borçluluğu arttırmıştır (Akyüz, 2000: 4). Ekonomide gözlenen bu eğilimler Türkiye ekonomisinin finansallaşmasının can alıcı unsurları olmuştur (Ergüneş, 2009: 18).

Bankacılık sektörü faaliyetlerinde yaşanan dönüşümde yabancı bankalar öncü olmuştur. Yabancı bankaların tüketici piyasalarına girmek için yürüttükleri agresif stratejiler, bütün sektör üzerinde bir rekabet baskısı oluşturarak, yerli bankaların stratejilerini de bu yönde etkilemiştir. Yabancı bankaların teknolojik üstünlükleri ve bankacılık deneyimleri, onları rekabette daha avantajlı hale getirirken, yerli bankalar tüketici kredilerini çeşitlendirmek ve teknolojik yenilikler yapmak yoluyla rekabet güçlerini arttırmaya çalışmışlardır. Bankaların tüketici kredileri aracılığıyla bireylere yönelimlerinin kaçınılmaz sonucu ise bireylerin borçlarındaki artış olmuştur. Kredi kartları ve tüketici kredileri yoluyla finanse edilen tüketici harcamaları önemli ölçüde artmıştır.

#### **5.4.2. Yurtiçi Tasarruflar**

Finansal sisteme ilişkin temel yapısal göstergelerden biri de yurtiçi tasarruflardır. Toplam yurtiçi tasarruf düzeyi ekonomik büyüme için belirleyici olmakla birlikte finansal sistemin gelişmişliği ve derinliği konusunda da bilgi sunmaktadır. Ayrıca, yurtiçi tasarrufların kesimler itibarıyla gelişimi (kamu ve özel kesim), yurtiçi finansal ürünlerin türleri ve gelişimi açısından da önem taşımaktadır.

Türkiye’de finansallaşma döneminde ortaya çıkan önemli değişimlerden biri de tasarruf eğiliminin düşmesidir. Diğer bir ifade ile tüketim-tasarruf tercihi tüketim lehine değişmektedir. 1998 yılından bu yana toplam tasarruflar aşağı doğru bir trend çizirken, enflasyona göre düzeltilmiş özel birikimler 1998-2004 döneminde GSYH’nin %17,3 düzeyinde seyrederken, 2005-2006’da sert şekilde düşerek %10’lara gerilemiştir. 2007 yılında bu oran GSYH’nin %11,4’üne yükselmiştir. 2005 yılından itibaren özel tasarruflardaki düşüşün temel nedeninin, ekonomide kredi olanaklarının artışı olduğu söylenebilir. Özel ve kamu tasarruflarının birbirlerinin neredeyse aynada görülen yansımaları olduğu da dikkat çekici bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Kamu tasarrufları 2003 yılından itibaren artış gösterirken; özel tasarruflar aynı dönemde düşüşe geçmiştir (Van ve Üçer, 2009).

Buna paralel olarak harcanabilir gelirin sifira yaklaşması kişisel tasarrufların bir çöküşünün sonucudur. Kişisel tasarruflardaki azalma uzun dönem finansallaşma göstergesi, finansal sistemde bireylerin bağının arttığını yansıtmakta ve dolayısıyla bireysel borçların artmasının doğal sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

### **5.5. Bireysel Borçluluk Göstergeleri**

Bankaların tüketici kredileri aracılığıyla bireylere yönelmelerinin kaçınılmaz sonucu, bireylerin borçluluklarındaki artıştır. Kredi kartları ve tüketici kredileri yoluyla finanse edilen tüketici harcamaları önemli ölçüde artmıştır. Hanehalkı borcunun, hanehalkı harcanabilir gelirine oranı hızlı bir şekilde yükselmiş, 2003'te %7,5 olan bu oran, 2007'de %29,5'e ulaşmıştır (Ergüneş, 2009).

Hanehalkının varlık ve yükümlülükleri incelendiğinde, toplam varlıkların ve yükümlülüklerin büyümeye devam ettiği görülmektedir. Finansallaşmanın göstergelerinden biri olan bireysel krediler içinde tüketici kredilerindeki artış özellikle dikkat çekmektedir. Bankacılık sektöründe yaşanan dönüşüm ve hanehalkının bankalarla olan ilişkisinin arttığı açıkça fark edilmektedir.

**Tablo 10**  
**Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülükler<sup>31</sup>**

(Milyar TL)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Varlıklar</b>						
Birey. Emek. Fon	0	0,3	1,2	2,8	4,6	6
Hisse Senedi	9,2	12,4	15,8	15,7	17,5	10,8
Kamu Borç. K. (DİBS+Eurobond)	36,1	41	33,3	27,7	19,2	19,7
Tas. Mev.,Kat. Fon. Ve Cari Hes.	100,9	124,6	147,8	185,4	215,5	288
Dolaşımdaki Para	9,8	12,4	18,2	24,4	25	29,3
<b>Toplam</b>	<b>156</b>	<b>190,7</b>	<b>216,3</b>	<b>256</b>	<b>281,8</b>	<b>353,8</b>
<b>Yükümlülükler</b>						
Tüketici Kredileri	5,9	12,8	29,7	48	68,9	85,2
Kre. Kart. Borç Bakiyesi	1,7	4,4	7,5	10,7	12,6	14,7
Tük. Finans Şir. Kred.	0,4	0,9	1,8	1,4	1,7	1,6
Bireysel Finansal Kiralama Borçları	-	-	-	0,5	0,9	1
<b>Toplam</b>	<b>8</b>	<b>18,1</b>	<b>39</b>	<b>60,6</b>	<b>84,1</b>	<b>102,5</b>
<b>Yükümlülükler/Varlıklar(%)</b>	<b>5,1</b>	<b>9,5</b>	<b>18</b>	<b>23,7</b>	<b>29,8</b>	<b>29</b>

**Kaynak:** BDDK, TUIK, SPK, TCMB, MKK (Aktarılan BDDK, Finansal Piyasalar Raporu-Haziran 2011).

## 5.6. Kredilerin Gelişimi

Kredilerin 2002 yılından itibaren son 8 yıldaki trend analizi değerlendirildiğinde ise, toplam kredilerde %35 civarı bir yıllık ortalama büyüme gerçekleştiği görülmektedir. En yüksek ortalama büyüme %50 ile bireysel kredilerde olmuştur. Diğer ticari ve kurumsal krediler ortalama %23 büyürken, KOBİ kredilerindeki ortalama artış %21 olmuştur. Tüketici kredilerinde 8 yıllık dönemde ortalama %66 artış olurken, işletme kredileri ise %43 büyümüştür. Kredi kartlarında söz konusu dönemde yıllık ortalama büyüme %35 olmuştur. İhracat kredileri ortalama %19'lük büyüme ile görece düşük bir büyüme performansı göstermiştir. Bu rakamlara göre reel sektörün finansallaşma döneminde gittikçe üretimden uzaklaştığı görülmektedir.

Kredi büyümesine katkılara bakıldığında, banka fonksiyon grupları itibarıyla 2010 yılında en büyük katkının mevduat bankalarının olduğu söylenebilir. Yapısal

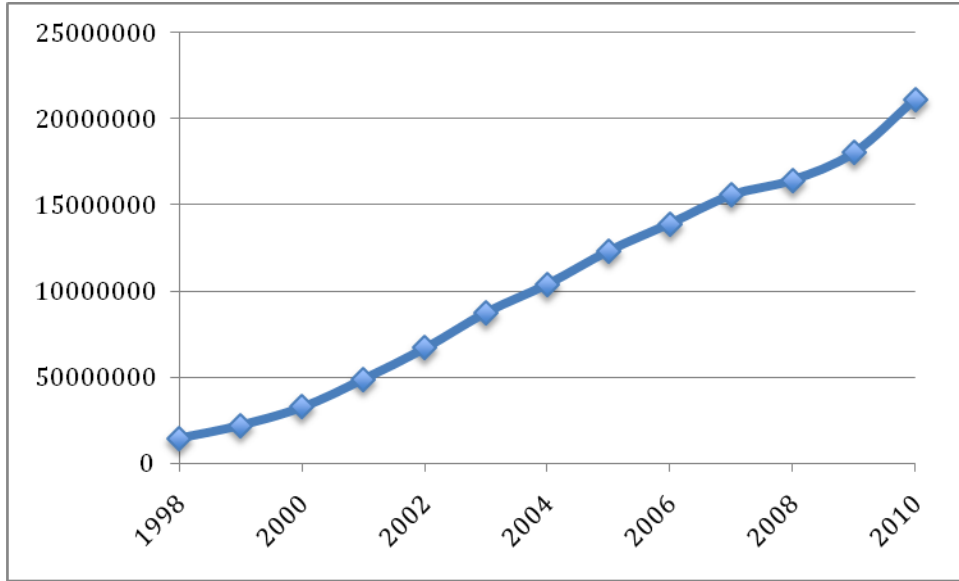
<sup>31</sup> Tabloda yer alan 2005, 2006 ve 2007 yılı verileri; bankalar, katılım bankaları ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan tüketici kredilere ilişkin tahsili gecikmiş alacakları, taksitli kredi kartı borç bakiyeleri ile tahsili gecikmiş kredi kartı alacaklarını içermektedir. Kredi tutarları, tahsili gecikmiş alacakları da içeren brüt rakamlardır. Kredi kartı borç bakiyesi, taksitli kredi kartı borç bakiyesi ile takipteki kredi kartı alacaklarından oluşmaktadır.

olarak sektörde ağırlıklı paya sahip olan bu grup bankaların katkısının büyük olması beklenen bir gelişmedir. Benzer biçimde sahiplik açısından bakıldığında da yerli özel bankaların, ölçek bakımından da büyük bankaların kredi büyümesine katkısı yüksek düzeydedir. Küresel kriz dönemi boyunca dikkat çeken husus, kredi genişlemesinin kamu bankaları ve belirli düzeyde küresel sermayeli bankalar tarafından karşılandığıdır. Sektörler itibarıyla (katılım bankaları hariç) kredi büyümesine katkılara bakıldığında oldukça eşit bir dağılım gözlenmektedir. 2010 yılı itibarıyla en yüksek katkıyı bireysel krediler, konut kredisi ve parasal kuruluşlar sağlamaktadır.

### **5.6.1. Hanehalkı Tüketimi**

Hanehalkı tüketimi 2000 yılında 32.889.548 milyon TL iken grafikten de görüleceği üzere giderek artan oranlı bir seyir izlemektedir. 2000-2001 kriz yılları olmasına rağmen hanehalkı tüketiminin artmaya devam ettiği görülmektedir. 2001 yılında bir önceki yıla oranla hanehalkı tüketimi yüzde 67 artmıştır. 2004 yılında ise tüketim rakamı, 2003 yılına göre yüzde 84 artmıştır. Verilere göre her yıl tüketim rakamları 2000 yılından bu yana ortalama yüzde 80 civarında artmaktadır. Buna göre hanehalkı tasarruf yerine tüketimi tercih etmektedir. 2010 yılında ise hanehalkı tüketimi tarihi bir rekorla 211.179.901 milyon TL olmuştur. En önemli etken ise yurtiçi kredi hacminin genişleyerek hanehalkına kadar ulaşmasıdır. Finansallaşma dönemi, para piyasalarından çekilen reel sektördeki kurumların sermaye piyasalarına girerek, bankaların ayakta kalabilmesi için, hitap ettiği müşteri görünümü değiştirerek hanehalkının tüketimine yönelik davrandığı açıkça görülmektedir.





**Grafik 14: GSYİH-Harcamalar Yöntemiyle (Cari ve Sabit (1998) Fiyatlarla) (TUİK) Yerleşik Hanhalklarının Tüketimi (Cari)**

**Kaynak:** www.dataeconomicresearchforum.org adresinden veriler kullanılarak tarafımdan hazırlanmıştır, erişim tarihi 7 Temmuz 2011.

Landreth ve Colander (2002)'in de ifade ettiği gibi Marx, kapitalizm analizinde Marxist kanunlar olarak bilinen bazı temel kurallar formüle etmiştir. Marx'ın kapitalizmin geleceğine ilişkin oluşturduğu kurallar şunlardan ibaretti: İlk olarak bir işsizler ordusunun varlığı, düşen kar oranları, iş krizleri, tekelleşme ve kapitalistlerin emekçilere karşı sınıf mücadelesinden üstün çıkması durumunda ücretleri düşürmeleri ile birlikte işçi sınıfının giderek yoksullaşması ve sonuçta düşen tüketim kapitalizmde krizlere neden olacaktır. Bu krizlerden kurtulmak için ise tüketimi her daim canlı tutmak gerekir. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerin önderliğinde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde üretime dayalı büyüme gerçekleşemediğinden, uzun dönemde istikrarlı bir ekonomiyi mümkün kılmamaktadır. Düşen kar oranları ücretleri azalttığından, 1980'lerden bu yana finansallaşma politikaları izlenmektedir. Buradaki amaç ise hanhalkının finans kapitale bağımlılığını arttırıp, talebi canlı tutmaktır. Finansallaşma ile birlikte hanhalkı finansal kuruluşlar aracılığıyla aşırı tüketime teşvik edilmekte ve burada en büyük karı yine kapitalist kazanmaktadır. Ekonomide ise baş gösteren bu balon, en sonunda patlamaktadır.

Kredi stokundaki hızlı büyüme yanında, 2002-2007 döneminde kredilerin yapısında da önemli bir değişiklik gerçekleşmiştir. 1989 yılına kadar toplam krediler içinde ticari kredilerin payı olukça yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu tarihten

itibaren risk yoğunlaşmasını azaltmak bakımından geliştirilen tüketici kredileri, 2003 Ağustos ayından itibaren önemli ölçüde artmaya başlamıştır. Faizlerdeki düşüğe bağlı olarak, gerek bankaların kredi arzlarını gevşetmesi ve gerekse tüketicilerin ertelenmiş tüketim taleplerini hayata geçirmek istemesi neticesinde 2003 yılında itibaren bireysel kredilerde hızlı bir artış yaşanmıştır. Tüketici kredilerinin payı 2002 yılında toplam kredi stokunun % 12'si düzeyinde iken, bu oran 2007 yılında % 33'e yükselmiştir. Bu dönemdeki uluslararası sermaye hareketlerindeki artışlar önemli bir likidite bolluğu yaratırken; DİBS faiz oranlarındaki düşüş ile bankaların kaynaklarını farklı alanlara yönlendirmek istemeleri tüketici kredileri artışında önemli rol oynamıştır. Türkiye Bankalar Birliği verilerine göre (tüm sektörü kapsamamaktadır) 1996 yılında 116 milyon TL olan tüketici kredileri hacmi 2009/Eylül itibariyle 83 milyar TL'ye ulaşmıştır.

## **BÖLÜM VI**

### **FİNANSALLAŞMA VE SERMAYE BİRİKİMİNİN EKONOMETRİK İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Bundan önceki bölümlerde finansallaşmanın dünya kapitalist sistemi içerisindeki artan önemine değinmiş, dördüncü ve beşinci bölümlerde Türkiye'deki finansallaşmanın evrimini incelemiştik. Bu bölümde ise kavramsal çerçevesi bu şekilde kurulmuş olan finansallaşmanın Türkiye'deki boyutunu belirleme amacıyla ekonometrik uygulamayı sunacağız.

#### **6.1. Finansallaşma ve Sermaye Birikimi İlişkisinin Teorik Çerçevesi**

Buraya kadar yapılan çalışmaları kısaca özetlersek, küresel kapitalizmin son otuz yıllık gelişimine bakıldığında, en önemli değişimin finans alanında gerçekleştiği görülür. Çünkü bu dönem boyunca;

- Finansal işlemlerin hem ölçeği hem de önemi ciddi olarak artmıştır.
- Finansal piyasaların ve ajanların genel ekonomi içindeki payı artmıştır.
- Türev araçlar gibi yeni finansal araçlar ortaya çıkmış ve bu araçlar belirleyici hale gelmiştir.
- Finansal sektörün ölçeği ve karlılığı artmıştır.
- Finansal sektör gelirleri, finans dışı sektör gelirlerine göre artmıştır.
- Ekonomideki toplam borçlanma düzeyi artmıştır.
- Artık finansal piyasalar ve kurumlar, finans dışı şirketlerin karar alma süreçlerine daha fazla müdahale edebilmektedirler.
- Finansal olmayan şirketler (FOİ) finansal varlıklara giderek daha fazla yatırım yaparak ve finansal şubeler açarak, finans işine daha fazla girmekte, ellerindeki fonlarını giderek daha fazla miktarda finansal piyasalarda değerlendirmektedirler.

ABD'deki finansallaşmanın boyutlarını ortaya koyan ve bu alanda temel araştırmalar olarak kabul edilen, Krippner (2005), Crotty (2005) ve Orhangazi (2008)'nin çalışmaları burada kullanılan modele ilham veren çalışmalardır. Fransa'daki finansallaşmanın düzeyi ise (ABD ile birlikte) *Dumenil and Levy (2005)* tarafından

irdelenmiştir. Bu çalışmalar üç önemli olguyu ortaya koymaktadır: Finans dışı şirketler, reel yatırımlarıyla kıyaslandığında, finansal yatırımlarını giderek artırmışlardır. Bu şirketlerin karlarının daha büyük kısmı finansal faaliyetlerinden elde edilmiştir. Diğer yandan, bu şirketlerin kazançlarının çok önemli bir kısmı, faiz ödemeleri, kar payı ve hisse geri alımları biçiminde finansal piyasalara aktarılmıştır. Bu bağlamda kapitalist sistemde özellikle 1980’li yıllardan bu yana başta ABD olmak üzere dünyadaki kapitalist ülkelerdeki finansallaşmanın boyutları incelenmekte ve göstergeleri araştırılmaktadır.

Tezin bu bölümünde ABD, Fransa ve diğer ülkeler için yapılmış olan uygulama Türkiye için yapılacaktır. Bugüne değin Türkiye verilerinden hareketle finansallaşmanın ölçülmemiş olması literatürde bir eksiklik olarak durmaktadır. Bu tezde yapılan uygulama böylesi bir eksikliği giderme amacı gütmektedir.

## **6.2. Finansallaşma Ve Sermaye Birikimi İlişkisinin Ekonometrik Analizi**

Bu bölümde finansallaşma ve sermaye birikimi ilişkisi, finansallaşmanın göstergelerini ve bu göstergeleri etkileyen teorik ve amprik literatür kısmında tartışılan çeşitli değişkenler kullanılarak amprik olarak analiz edilecektir.

Çalışmada dinamik panel veri tahmin yöntemlerinden GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tekniği kullanılmıştır. Zira yapılan analiz sonucunda tahmine konu olan modelin dinamik bir model olduğu dikkate alındığından ekonometrik modelimizin de dinamik bir yapı teşkil ettiği görülmüş ve dinamik panel veri analizinde en iyi tahmin sonuçlarını veren GMM tahmin tekniği ana hatlarıyla açıklanmaya çalışılmıştır. İlk olarak Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) temel çerçevesi açıklanmaktadır. Daha sonra veri seti hakkında bilgi verilmekte ve temel değişkenler arasındaki ilişkiler görsel olarak incelenmektedir. Sonrasında, ekonometrik tahmin modelleri hakkında genel bilgi verilmektedir.

### **6.2.1. Ekonometrik Metodoloji: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)**

GMM yöntemi Hansen’in (1982) zaman koşullarının genel olarak zayıf varsayımlar altında tutarlı bir şekilde parametre tahminlerinde kullanılabileceğini

gösterdiği çalışmasıyla ortaya çıkarmıştır. Araç Değişken Yöntemi (IV) ve En Küçük Kareler Yöntemi (Ordinary Least Squares-OLS) de dahil olmak üzere birçok standart tahmin edici GMM'nin özel durumlarıdır.

GMM yönteminin üstünlüğü güçlü dağılım varsayımlarına gerek kalmadan modelleri ve belirli tahmin edicileri formüle etme imkanı sağlamasıdır (Greene, 2002). Hansen'in çalışmasının özgünlüğü, içsel bağıntı, çoklu bağıntı ve doğrusal olmayan durumlara izin vererek olası zaman yöntemi tahmin edicileri arasından nasıl seçim yapılacağını göstermesidir (Wooldridge, 2001). GMM tahmin edicisi büyük örneklem için etkili bir yöntem olmasına karşın, küçük örneklem<sup>32</sup> özellikleri zayıf olarak bilinmektedir.<sup>33</sup>

GMM belli koşulların var olması halinde, basit tahmin edicilere göre birtakım üstünlüklere sahip olmaktadır. Bu bağlamda GMM'nin avantajı, modelin parametrelerini tahmin aşamasında araç değişken sayısının olması gerektiğinden daha fazla olabileceği anlamına gelen aşırı tanımlanmaya izin vermesidir. Aşırı tanımlanma durumunda genel yaklaşım İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi (Two Stage Least Squares-2SLS)'ni kullanmaktır, ancak modelde içsel bağıntı söz konusu ise GMM tahmin edicisi daha tutarlı bir tahmin edici olmaktadır.

GMM görece olarak zaman serileri şeklindeki verilerde daha üstündür. Çünkü bu tip veri setlerinde çoklu bağıntının varlığı olasıdır. GMM yöntemi, bağımsız değişkenlerin ve hatta bağımlı değişkenlerin geçmiş değerleri modelde yer almasına rağmen hata terimi ile bağıntısız olması varsayımı altında zaman koşulları eklenmesini mümkün kılmaktadır. Ancak bu noktada unutulmaması gereken ve zaman seriler tahmininde istenmeyen bir durum olan uygun zaman koşulları bulma ve eklemenin modeli aşırı derecede kısıtlamasıdır.

### **6.2.2. Dinamik Panel ve GMM Tahmin Tekniği**

Panel modelinin tahmininde Arellano ve Bond (1991)'a ait genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) tahmincisinin kullanımı yaygındır. Arellano ve Bond

---

<sup>32</sup> Hansen, GMM'nin küçük örneklem performansını hareketli ağırlıklandırılmış matris ile aşmıştır.

<sup>33</sup> Türkiye için ele alınan inceleme dönemi çok küçük olmamakla birlikte, özellikle ABD için yapılan tahminlerde kullanılan zaman serilerine göre daha küçük olduğu söylenebilir.

(1991) ilgili parametrelerin tahminini yapmak için hatanın gelecekteki değerlerinin, açıklayıcı değişkenlerin şimdiki değerler ile korelasyonlu olmadığı varsayımı ile moment koşulları oluşturmaktadır. Hata terimi serisel korelasyon taşımamakta ve homoskedastik özelliğe sahiptir. Açıklayıcı değişkenler ise gözlenemeyen firmalara özgü etki ile (birim etki ile) korelasyonlu değildir. Hata teriminin heteroskedastik olması durumunda ise Arellano ve Bond (1991), iki aşamalı GMM tahmincisini önermektedir. Tahminin ilk aşamasında, hata terimlerinin bağımsız ve firma ile zamana karşı homoskedastik olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım, ilk aşamada elde edilen hatalardan varyans-kovaryans matrisinin tutarlı tahmini oluşturduğu zaman esnetilmektedir. İki aşamalı GMM tahmincisinin hata teriminin heteroskedastik olduğu zaman daha etkin olduğu görülmektedir.

Çoğu ekonomik ilişkilerin doğası dinamiktir ve panel modelinin avantajlarından biri araştırmacılara dinamik ilişkilerin daha iyi anlaşılmasına imkan tanınmasıdır. Dinamik ilişkiler, regresörler arasında gecikmeli bir bağımlı değişkenin varlığı ile karakterize olunmaktadır. Örneğin (Duch, 2008);

$$Y_{jt} = \theta Y_{jt-1} + \phi Z_j + \gamma X_{jt} \theta_j + \theta_j + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

$$j=1,2,\dots,N, \quad t=1,2,\dots,T$$

$\theta_j$  birim etkileri gösteren terimdir

$Z_j$  zaman boyunca değişmeyen ilave açıklayıcı değişkenlerden ibarettir.

$X_{jt}$  nedenselliğin sorgulandığı açıklayıcı değişkendir.

Tüm açıklayıcı değişkenler katı egzojendir.

$\varepsilon_{jt}$  sıfır ortalamaya, sabit varyansa ve bağımsız dağılıma sahiptir.

En küçük kareler tahminleri ise sapmalıdır. Çünkü, gecikmeli endojen değişken ( $y_{jt-1}$ ) ve birim etkiler ( $\theta_j$ ) arasında korelasyon mevcuttur:  $\varepsilon_{jt}, Y_{jt} y_i$  etkilemekte iken aynı zamanda  $Y_{jt-1}$ 'i de etkilemektedir.

Sabit etki ve rassal etki modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenlerin kullanılması durumunda gecikmeli bağımlı değişkenin hata terimi ile korelasyonlu olmasından dolayı ciddi problemler ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla dinamik panel modelleri ile sabit veya rassal etki modelleri arasında farklılıklar vardır (Greene, 2000).

Birinci fark denklemleri alındığında gruplar arasındaki değişkenlik sabit ve rassal etki modelinden arındırılmaktadır. Fakat bu sırada model şu hale gelmektedir (Duch, 2008):

$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \vartheta(Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k \beta_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}) \quad (2)$$

Böylece,  $(Y_{jt-1} - Y_{jt-2})$  gecikmeli bağımlı değişkenler ile  $[(\varepsilon)_{jt} - \varepsilon_{jt-1}]$  arasında korelasyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda gecikmeli bağımlı değişkenin parameter tahminleri ( $\vartheta$ ) için bir takım araç değişkenlerin kullanılması önerilmektedir. Anderson ve Hsiao (1981), ya  $Y_{jt-1} - Y_{jt-2}$  ya da  $Y_{jt-2}$  veya  $Y_{jt-3}$  şeklinde farklı gecikme düzeylerine sahip gecikmeli değişkenlerin,  $(Y_{jt-1} - Y_{jt-2})$  için araç değişkenlerle korelasyon içerisinde olduğu ama hata terimi ile bir ilişki içinde olmayacakları belirtilmektedir. Dinamik panel modelinin tahmini için önerilen araç değişken (Instrumental variable, IV) tahmin yöntemi, olasılıklı bütün moment koşullarının kullanımına imkan vermediğinden ve hata teriminin fark yapısını  $(\Delta\varepsilon_{jt})$  dikkate almadığından tutarlı ancak etkin olmayacaktır. Arellano ve Bond (1991), bu durumun nedeni olarak, olası tüm araç değişkenlerin kullanılmamasını göstermiştir. Bu nedenle, Arellano ve Bond (1991), tüm geçerli gecikmeli değişkenlerin dinamik panel veri modellerinde araç değişken olarak kullanılmasını önererek GMM yöntemi geliştirmiştir. Böylece GMM yöntemi ile hem ortogonalite kısıtlamalarını sağlayabilmek için olası tüm araç değişkenlerin kullanımına izin verilmekte hem de kovaryans matrisinin parametrik olmayan bir tahmincisi kullanılmaktadır. Bu durumda model aşağıdaki gibi olacaktır:

$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \vartheta(Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k \beta_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + \sum_s \beta_s \phi_s (W_{sjt} - W_{sjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}) \quad (3)$$

$X_{kjt}$  : Katı egzogen ortak değişkenler (covarites)

$W_{sit}$ : Önceden belirlenmiş (predetermined) ve endojen ortak değişkenler

Yukarıdaki 3 nolu denklemde gösterildiği üzere birinci fark denklemleri alınmış olup, gecikmeli endojen değişken parametrelerinin ( $\theta$ ) tahmini için araç değişkenler uygulanmaktadır.

$\hat{\beta}$  'nin GMM tahmininin genel biçimi nihai olarak şu şekildedir (Duch; 2008):

$$\hat{\beta} = (X'Z\widetilde{W}Z'X)^{-1} (X'Z\widetilde{W}Z'Y) \quad (4)$$

Z: Fark denklemindeki geçerli araçları içermektedir.

GMM tipi araç değişkenler,  $W_{sit}$  'nin, predetermined ve endojen ortak değişkenlerin gecikmeli değerleridir. Standart araçlar ise,  $X_{kjt}$  'nin (egzojen değişkenlerin) ilk farklarıdır.

### 6.2.3. Panel Veri Regresyon Analizinin Avantajları

Panel veri seti hem yatay kesit hem de zaman serisi veri setlerinden daha geniş veri setine sahip olduğundan yani bağımsız değişkenler bir boyut yerine iki boyutta değişebildiklerinden dolayı panel veriye dayanan tahmin ediciler çoğunlukla diğerlerine göre daha doğru sonuçlar vermektedir. Ayrıca yatay kesit veri seti, panel veri setiyle aynı örnekleme sayısına sahip olsa da panel veri setinin kullanılmasının daha etkin tahmin edicileri sağladığı görülmektedir (Verbeek, 2001).

Panel veri yöntemini kullanımının ikinci büyük avantajı model parametreleri tanımlama probleminin azaltılmasıdır. Örneğin, modelde içsel değişkenlerin bulunması, ölçüm hatası, dahil edilmeyen değişkenlerin ya da bireysel dinamiklerin olması durumlarında panel veri yönteminin kullanılması model parametrelerinin tanımlanmasını kolaylaştırmaktadır (Hsiao, 2002).



#### 6.2.4. Değişkenlerin Tanımlanması

Türkiye İMKB sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar için uygulanan model temel dayanağını Orhangazi'nin (2008) ABD için uyguladığı finansallaşma modelinden alınmıştır. Diğer yandan Orhangazi modelinin varsayımları iktisadi açıdan desteklenebilir düzeyde olduğundan ve finansal globalleşme ile ekonomik etkilerin ülkeler tarafından ithal edilir hale geldiğinden, modelin analizinde tercih edilmesinin sonuca giden yolda farklılık yaratmayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada 132 şirket için finansallaşmayı belirleyen faktörler amprik olarak sorgulanmıştır. Çalışmada finansallaşmanın İMKB Sınai Endeksi'nde işlem gören ve 2005-2010 yılları arasında süreklilik arz eden işletmeler üzerinde analiz yapılmıştır. İMKB Sınai (XUSIN) Endeksi'ne ait söz konusu veriler İMKB'nın mali tablolar bölümü ve kamuyu aydınlatma platformundan alınmıştır. Çalışmada finans işletmeleri, mali kuruluşlar, yatırım ortaklıkları, sınai endeksinde yer alan finansal iştirak sahibi olan holdingler ve İMKB Sınai Endeksi kotasyonundan çıkarılan işletmeler de süreklilik kısıtını sağlayamadığından araştırmaya dahil edilmemiştir. Amprik çalışmada 2005 öncesine inilmesi yatay kesit sayısında azalmaya neden olurken, aynı zamanda Türkiye'de TMS-IFRS sistemine 2005 yılından sonra uygulanması dolayısıyla verilerin sağlıklı edinimi göz önünde bulundurularak 2005-2010 araştırma periyodu olarak tercih edilmiştir.

Modelimiz esin kaynağını Orhangazi'den aldığından ABD için uygulanan modeli Türkiye için test etmek istedik. Orhangazi (2008) modeli test ederken firmaları büyük, orta ve küçük olarak ayrı ayrı test etmiştir. Bizde ilkin modeli Türkiye'de büyük, orta ve küçük şirketler olarak sınıflandırıp test etmek istedik. Test etme aşamasında, İMKB borsası şirketlerinden önce TCMB sektörel bilançolarından kullanılan veriler ışığında imalat sanayi özel firmaları için aynı model oluşturulmuştur. Firmalar dinamik yapıya sahip olduklarından, her yıl firma sayıları farklılık arz etmekle beraber ortalama olarak 3860, başlangıç yılı olarak 1999 ve günümüze kadar olan dönem verileri kullanılmıştır. Modelin test aşamasında olumlu sonuç alınmadığı için teste devam edilmemiş, yukarıda sözünü ettiğimiz farklı bir data seti olan İMKB Sınai endeksindeki firmalar teste tabi tutulmuştur. Ayrıca İMKB Sınai endeksinde bulunan firma dataları kullanılmadan önce yukarıda bahsi geçen firmalar halka açık olmadığından, İMKB faaliyet gösteren rassal olarak özellikle finansal olmayan

firmalardan 30 tane seçilmiş ve model yeniden test edilmiştir. Yapılan testlerde  $r^2$  değerlerinin sıfır/eksi çıkması sonucu uyumun iyi olmadığı ve modelin başarısız olduğu sonucuna varılmıştır<sup>34</sup>.

Son incelemede ise, işletmelere ilişkin veriler İMKB'nin resmi internet sitesinden elde edilen mali tablolar ve Kamuyu Aydınlatma Platformundan derlenmiştir. İstatistikî analizler EViews 5.0 paket programı yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

### 6.2.5. Finansallaşma Göstergelerinin Modellenmesi

Finansallaşmayı etkilediği düşünülen faktörlerin dinamik panel veri modeliyle analiz edildiği bu çalışmada, bağımlı değişken yatırımlar ve bağımsız değişkenlerin maddi duran varlıklara oranı hesaplanmıştır. Ayrıca bağımsız değişkenler, mevcut literatür verinin bulunabilirliği göz önüne alınarak belirlenmiştir. Çalışmada dinamik panel veri yöntemi kullanılarak oluşturulan ana model şu şekildedir;

#### 6.2.5.1. Model I

$$(I_{it}/K_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(\pi/K)_{i,t-1} + \alpha_2(S/K)_{i,t-1} + \alpha_3(D/K)_{i,t-1} + \alpha_4(P/K)_{i,t-1} + \alpha_5(\pi^F/K)_{i,t-1} + \varepsilon$$

#### 6.2.5.2. Model II

$$(I_{it}/K_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(\pi/K)_{i,t-1} + \alpha_2(D/K)_{i,t-1} + \alpha_3(P/K)_{i,t-1} + \alpha_4(\pi^F/K)_{i,t-1} + \varepsilon$$

$\alpha_1 \dots \alpha_5$  parametreler,  $i$  firmayı,  $t$  ise zaman periyodunu göstermektedir.  $I$  yatırım faaliyetlerinde kullanılan toplam nakitler,  $K$  toplam maddi duran varlıklar,  $\pi$  toplam faaliyet karı,  $S$  toplam satışlar,  $D$  toplam borç,  $\pi^F$  toplam finansal gelirler,  $P$  toplam faiz ödemeleri ve temettüleri, son olarak da  $\varepsilon_{it}$  rassal hata terimlerini göstermektedir.

$$\beta_1 > 0, \beta_2 > 0, \beta_3 \geq 0, \beta_4 < 0, \beta_5 < 0$$

<sup>34</sup> Orhangazi (2008)'nin kullandığı modelini logaritmik olarak tahmin etmeye çalışmıştır. Modelin tam logaritmik olarak tahmin edilmesi; logaritmik dönüşüm değişken değerleri arasındaki farkı azaltır. Ancak orjinal model logaritmik ise ya da değişkenlerin içinde negatif değerler veya sıfır değeri varsa bu düzeltme yöntemi kullanılamaz. Türkiye için tahmin etmeye çalıştığımız model eksi/sıfır değerleri bünyesinde barındırdığından dolayı bu tahmin yöntemini kullanamadık.

Modelin test edilme aşamasında finansallaşma değişkenlerinin yatırım üzerinde negatif etkisi beklenirken, gerçek değişkenlerin kar oranı ve üretimin, yatırımlar üzerinde pozitif etkisi beklenmektedir. Borçların yatırımlar üzerinde pozitif ya da negatif etkisi olabilmektedir. Örneğin; borçlanma maliyetleri düşük olduğunda, firmalar finans yerine borçlanmayı tercih edebilirler.

Model FOİ'lerin yatırımlarının diğer determinantları kontrol edilirken, finansallaşmayı  $\pi^F$  ve  $P$  değişkenlerinin etkisi ile test edilmek istenmektedir. İlk olarak finansal yatırımlar ve finansal karların artması *crowding out* (dışlama etkisi) etkisi yaratarak, firma yöneticilerini fonlarını gerçek yatırımlar yerine finansal piyasalardan gelir elde etmeye yöneltmektedir. İkinci olarak finansal ödemeler özkaynakları azaltırken, reel yatırımları negatif yönde etkileyerek belirsizliğin artmasına neden olmaktadır. Orhangazi'nin ABD için kullanılan firma bazında GMM analizinde finansal piyasalara yapılan ödemeler yatırımları negatif yönde etkilerken, Türkiye'de de finansal ödemelerin artması böyle bir sonuç doğurmaktadır.

### **6.3. Yatırımların Belirleyicileri ve Finansallaşma**

Bu tezin nihai amacı finansallaşmanın sermaye birikimi üzerindeki etkilerini ölçmektir. Sermaye birikiminin artmasıyla yatırımlar ancak artabilir. Sermaye birikiminin artması ise ekonomik kalkınma sonucunu getirmektedir. Kapitalist sistemin en önemli unsuru sermaye birikimini, yatırımların sonucu etkilemektedir. Dolayısıyla buradaki amacımız ilkin yatırım değişkenlerini tanımlayıp açıklamak olacaktır.

#### **6.3.1. Karlılık ve Talep**

Firma başarısının ardındaki temel itici gücün büyüme değil de karlılık olduğu, karsız yüksek büyümenin firmayı mali başarıya götüremeyeceği ilgili literatürde çok sıkça tartışılan bir konudur. Ekonomide, firmanın büyüme rakamları arz ve talep koşullarına bağlıdır. Firmalar tarafından karlılık ve talep baskısıyla yüz yüze gelmektedirler. Karlılık firmaların yatırımlarında önemli unsur olduğundan, *ceteris paribus*, projelerini beklenen karlılığa göre hazırlamaktadırlar. Finansallaşma hipotezimizde katsayı beklentimiz pozitif ve karların istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözlenmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine<sup>35</sup> göre, öncelikle iç kaynaklarla finansman yoluna gitmeyi tercih eden firmalar, karlı oldukları pozisyonda borçlanmayı diğer firmalara nazaran daha az tercih edeceklerdir. Karlılığın artışı ile borç tercihinin azalacağını öngören teori, negatif yönlü ilişkiyi işaret ederken, karlarını arttıran firmaların vergi kalkanından yararlanmak adına daha fazla borçlanma yoluna gideceklerini öngören dengeleme teorisine göre ise işaret pozitif yönlü olacaktır.

### **6.3.2. Finansal Ödemeler**

Yukarıda ifade ettiğimiz gibi finansal ödemeler ve yatırımlar arasında negatif yönde ilişki beklemekteyiz. Yüksek oranda yapılan finansal ödemeler firmaların aynı zamanda sermaye birikiminde uzaklaştığının kanıtı olmaktadır. Finansal ödeme oranlarının yüksek olması firmaları karlılık ve ödemede likidite sorunuyla karşılaşmalarına önayak olmaktadır. Firmaların finansal ödemelerinin artması, finansman maliyetini azaltırken kredi itibarını yükseltmektedir. Finansal ödeme değişkeninde finansallaşma teorisinin öngördüğü katsayı beklentisi negatiftir ve Tablo 11 ve Tablo 12’de görüleceği üzere istatistiksel olarak anlamlıdır. Yukarıda sözünü ettiğimiz finansallaşma değişkenlerinden biri olan finansal ödemeler değişkeni Türkiye’de de yatırımları azaltıcı etki göstermektedir. Türkiye’de finansal ödemelerin yatırımlar üzerinde negatif etkisi olduğu söylenebilir.

### **6.3.3. Borçluluk**

Borçluluk iktisadi açıdan firmaların en büyük sorunlarından biridir. Değişkeni modelimizde kullanmamızın nedeni borçluluk finansal kırılganlığı artırarak firmaların yatırımları üzerinde negatif etkiye sahip olmasıdır. Türkiye gibi sermaye piyasaları az gelişmiş olan ülkelerde yatırımların finansmanı genelde bankalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Fakat 5411 Sayılı Bankalar Kanunu hükümlerinden 54. Madde gereğince; bankalarca bir gerçek veya tüzel kişiye kullandırılacak kredilerin toplamı özkaynakların yüzde yirmibeşini aşamaz. Ayrıca bir gerçek ya da tüzel kişiye veya bir

---

<sup>35</sup> Finansal hiyerarşi teoremi pek çok durumda, yüksek karlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını, düşük karlılıkları olan firmaların da neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla finanslama yoluna gittiklerini açıklamaktadır. Karlılığı yüksek olan firmalar, dış fonlara ihtiyaç duymamakta, düşük karlılıkları olan firmalar da yeterli iç fon yaratamamaları ve borcun hisse ihracına nazaran daha düşük ihraç etme ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması sebepleriyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler (Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Drobetz and Fix, 2003: 7).

risk grubuna özkaynakların yüzde onu veya daha fazlası oranında kullanılan krediler büyük kredi sayılır ve bunların toplamı özkaynakların sekiz katını aşamaz (5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Madde 54) diye bir hüküm bulunmaktadır. Görüldüğü üzere borçlanmaya yaptırım mekanizması sınırlamalar getirmektedir. Bankalar da buna karşılık olarak yeni türevler geliştirerek bu durumu aşmaya çalışmaktadırlar.

Model I ve Model II’de uzun vadeli borç değişkeninin FOİ’lerin yatırım davranışları üzerinde olumlu fakat küçük etkisi olduğu gözlenmektedir ve istatistiksel olarak önemli durmamaktadır. Genel olarak uzun vadeli borç-sermaye oranı firmanın yatırımları davranışları üzerinde kısıtlayıcı etkisi vardır. İstatistiksel sonuçlara göre borçlanma değişkeni yatırım üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Chesnais (2004)’ye göre artık borç verme nedeni borçlanan karşı tarafın iktisadi ihtiyacından dolayı değil, sermaye fazlası olan sermaye sahibinin daha fazla kar arayışından kaynaklanmaktadır. İkincisi, “finans” ve “sanayinin” gittikçe ayrışmasından kaynaklanmaktadır. O zaman borçlanmada, iktisadi faaliyetlerden bağımsızlaşmaktadır. Öte yandan bankalar daha fazla menkul kıymetler aracılığına soyunup finansallaşarak daha çok aktif yaratabilme şansını elde etmişlerdir.

#### **6.3.4. Finansal Gelir ve Finansal Karlar**

Yatırımların uzun soluklu ve meşakkatli olması firmaları kısa yoldan gelir elde etmeye yöneltmektedir. Buna bağlı olarak finansal karların yatırımlar üzerinde negatif etkileri beklenmektedir. Finansal gelir ve karlar değişkeni için modelimizde negatif ve anlamlı katsayılar gözlenmektedir. FOİ açısından finansal gelir ve karlar değişkenin katsayısı geçmişte yapılan yatırımları desteklemediğinden negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla kısa dönemli karlar FOİ’lerin yönetsel tercihlerinde bir değişikliğe yol açmakta ve reel yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir.

Finansal piyasalarda yaşanan değişim, beraberinde kar amacıyla finansal varlık arayışlarını artırmaktadır. Getirisi fazla olan varlıklar satın alınarak kısa dönemli kar amacı güdülmektedir. Ekonomide volatile etkisi ve belirsizlik, firmaları yatırım yapmak yerine finansal piyasalarda işlem yapmaya yöneltmektedir. Kısa dönemli ve büyük montanlı varlıklar yatırımcılar daha cazip gelmekte, kısa dönemli kar arayışlarına itmektedir. Ayrıca yatırımcıların riskten korunması amacıyla sunulan özellikle

finansallaşma döneminde işlem hacmi artan türev piyasalar, spekülâtif amaçlı kullanılan piyasalar haline gelmişlerdir.

Son dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin sonucu olarak ortaya çıkan önemli gelişmelerin çoğu, likit enstrümanların (marketable instruments) hızla büyümesinden kaynaklanmıştır. Bu tür piyasalarda, arz ve talep fiyatı arasında daha küçük bir marj oluşmaktadır. Likit araçlarının artışı piyasalarda likidite imkanını arttırmaktadır. Fakat likidite imkanındaki bu artış daha düşük fiyattan nakde çevrilebilme olasılığı yüzünden, fiyat kayıp riskini de yükseltebilmektedir. Likit araçlarındaki bu artış ve finansal piyasaların gelişmesi, kısa vadeli yatırımları teşvik etmekte ve uzun dönemli yatırımlar üzerinde ise caydırıcı etki yapmaktadır. Çünkü ekonomik birimler kısa vadeli yatırım yaptığı zaman, alternatif yatırım araçlarının getirilerinde bir artış olması durumunda o alana fon transferi yapabilmektedirler. Ayrıca finansal enstrümanlardaki bu hızlı artış, ekonomik birimler tarafından tutulan finansal varlıkların kompozisyonunda büyük bir değişiklik yaratmaktadır.

Kısacası finansallaşmanın özellikle FOİ'lerin firma yatırım davranışları üzerinde olumsuz etkileri tespit edilmiştir. Bu sonuçlar bize finansallaşmanın Türkiye'deki yatırımlar üzerinde olumsuz etkilerini kanıtlamaktadır.

### **6.3.5. Satış Hasılatı**

Firmaların amacı, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak ve kar elde etmektir. İşletmelerde hayati öneme sahip olan satışlar, firmanın geleceğini belirlemektedir. Firmanın elde edeceği karlar, satış hasılatına bağlıdır. Fakat bazen firmalar karlılığı geri plana atarak satışlara daha önem vermektedirler. Satışların artması birim maliyetleri düşürürken, firma büyüklüğü ile firma karlılığı arasında pozitif bir ilişki ile sonuçlanmaktadır.

Finansallaşma döneminde firmaların satışları artarken kar oranlarının gerilemekte olduğu görülmektedir. Monopol piyasasında faaliyet gösteren bir firma, rakiplerin artmasıyla rekabet piyasasında istemeden de olsa yer almaktadır. Finansallaşma ile birlikte rekabet piyasasında istenen hareket, talebi canlı tutmak ve satışları artırmaktır. Rekabetin artması sonucunda eksik rekabet piyasasında faaliyet gösteren firmalar satış hasılatını artırmak amacıyla karlarını korumak istemektedirler.

Her geçen gün teknolojide yaşanan yenilikler firmaların ürün hayat eğrilerinin kısılmasıyla sonuçlanırken, yeni rakip firmaların piyasada uyguladıkları agresif politikalardan dolayı satışların hasılatını azaltıcı etkiler yaratmaktadır. Satışların azalması, birim maliyet oranlarını yükseltmekte ve gelecekle ilgili endişelerin artması nedeniyle yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Firmaları çıkış yolu olarak farklı kar mekanizmaları arayışlarına itmektedir. Finansal piyasaların derinleşmesi ve finansal varlıkların çeşitlenmesi firma sahiplerini finansal yatırımcı olarak finansal piyasalarda işlem yapmayı daha cazip hale getirmektedir. Dolayısıyla modelimizde görüleceği üzere yatırımlar üzerinde satışlar değişkenin katsayısı oldukça düşük fakat istatistiksel olarak anlamlıdır. O halde satışların FOİ'lerin modelimizden elde ettiğimiz sonuçlara göre yatırımlar üzerinde etkin bir rol üstlendiği söylenemez.

İstatistiksel sonuçlar göre Türkiye'de FOİ'ler satışlardan elde edemediği karları finansal piyasalardan elde etme politikası gütmeye amacıyla hareket etmekte, finansallaşma döneminde finansal piyasalardan finansman yaratma amacıyla değil kar elde etme amacıyla finansal piyasalara girdiğinden dolayı firmaların finansallaştığı sonucunu vermektedir.

**Tablo 11**  
**Data Özeti**

Variable	Gözlem sayısı	Mean	Minimum	Maximum
I/K	6	0.023	0.016	0.792
$\pi/K$	6	0.032	-0.031	0.112
S/K	6	0.451	0.049	0.172
D/K	6	0.188	0.016	0.684
P/K	6	0.074	0.368	0.330
$\pi^F/K$	6	0.227	0.029	0.122

**Tablo 12**  
**Model I**

**Dependent Variable: INV2**

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 06/06/11 Time: 19:43

Sample (adjusted): 2007 2010

Cross-sections included: 132

Total panel (unbalanced) observations: 505

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Convergence not achieved after 500 weight iterations

Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1) P SALES(-1) @SYSPER

	<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Std. Error</b>	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
	INV2(-1)	0.624275***	0.003852	1.620.549	0.0000
	DEBT(-1)	0.013769**	0.009781	1.407.709	0.1598
	FINPROFIT(-1)	-0.049034***	0.018685	-2.624.257	0.0090
	PROFIT(-1)	0.004245*	0.016896	0.251255	0.8017
	P	-0.047736***	0.025966	-1.838.403	0.0666
	SALES(-1)	0.006666***	0.003894	1.711.843	0.0876
	@ISPERSION("2007")	-0.015637**	0.011937	-1.309.988	0.1908
	@ISPERSION("2008")	-0.039553***	0.011920	-3.318.294	0.0010
	@ISPERSION("2009")	-0.075203***	0.014328	-5.248.600	0.0000
	@ISPERSION("2010")	-0.036177**	0.015221	-2.376.795	0.0178

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Period fixed (dummy variables)

<b>R-squared</b>	0.433778	<b>Mean dependent var</b>	-0.014493
<b>Adjusted R-squared</b>	0.459846	<b>S.D. dependent var</b>	1.946.489
<b>S.E. of regression</b>	2.351.828	<b>Sum squared resid</b>	2.737.892
<b>J-statistic</b>	3.561.606	<b>Instrument rank</b>	1.900.000

**Not: (1)** \* Yüzde 10 anlamlılık düzeyi, \*\* yüzde 5 anlamlılık düzeyi ,\*\*\* yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

(2) Orhangazi'nin ABD için yaptığı GMM modelinde logaritmik değerler kullanmıştır. Türkiye'deki şirketlerin bilançolarında negatif değerler fazla olduğundan ve matematiksel olarak eksi değerlerin logaritmasının alınması söz konusu olmadığından kullanılamamıştır.



**Tablo 13**  
**Model II**

---

**Dependent Variable: INV2**

---

Method: Panel Generalized Method of Moments  
Transformation: First Differences  
Date: 06/06/11 Time: 19:51  
Sample (adjusted): 2007 2010  
Cross-sections included: 132  
Total panel (unbalanced) observations: 505  
White period instrument weighting matrix  
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)  
Convergence not achieved after 500 weight iterations  
Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1)  
P @SYSPER

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV2(-1)	0.630290***	0.003673	1.715.890	0.0000
DEBT(-1)	0.021565***	0.008941	2.411.823	0.0162
FINPROFIT(-1)	-0.045020***	0.018080	-2.489.976	0.0131
PROFIT(-1)	0.012183**	0.016147	0.754465	0.4509
P	-0.049063***	0.026069	-1.882.016	0.0604
@ISPERIOD("2007")	-0.014273**	0.012100	-1.179.607	0.2387
@ISPERIOD("2008")	-0.036728***	0.011715	-3.135.264	0.0018
@ISPERIOD("2009")	-0.075095***	0.014419	-5.208.065	0.0000
@ISPERIOD("2010")	-0.037292**	0.015620	-2.387.429	0.0173

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

<b>R-squared</b>	0.443029	<b>Mean dependent var</b>	-0.014493
<b>Adjusted R-squared</b>	0.466304	<b>S.D. dependent var</b>	1.946.489
<b>S.E. of regression</b>	2.357.024	<b>Sum squared resid</b>	2.755.558
<b>J-statistic</b>	3.841.951	<b>Instrument rank</b>	1.800.000

---

**Not: (1)** \*Yüzde 10 anlamlılık düzeyi, \*\* yüzde 5 anlamlılık düzeyi ,\*\*\* yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

#### 6.4. Ekonometrik Tahmin Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Finansallaşmayı açıklamaya çalıştığımız iki modelden de (MODEL I, MODEL II) bağımlı değişken olarak, yatırım oranı analiz edilmiştir. Modelleri Arellano-Bond ‘genelleştirilmiş momentler tekniği’ ni kullanarak tahmin etmeye çalışıldı. Yatırım modelinin birinci versiyonun da, ikinci modelden farklı olarak bağımsız değişken açısından satışlar da modele dahil edilmiştir. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra kukla değişkenler zamana özgü gözlenemeyen faktörleri açıklamak için kullanılmaktadır.

Modellerin determinasyon ve düzeltilmiş determinasyon katsayıları ( $\bar{R}^2$ ,  $R^2$ ) bir bütün olarak değerlendirildiğinde bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkendeki değişimin minimum %43,3, maksimum %46’nı açıklayabildiği görülmektedir. Model I’de bağımsız değişken sayısı ikinci modele göre bir fazla olsa da, modelin determinasyon katsayısını artırıcı yönde bir etki yapmadığı gözlemlenmiştir. Bu durumda modellerin yeni bağımsız değişken ekleyerek tahmine konu edilmesi tartışması gündeme gelse de, literatürde yapılan benzer çalışmalara paralel olarak iktisadi açıdan anlamlı bağımsız değişkenlerle modelleme yapılması başlangıçta tercih edilmiştir.

Model I’de bağımsız değişkenlerden finansal karlar (FINPROFIT) ile bağımlı değişken, yatırım oranı (INV2) arasında negatif korelasyona sahip bir ilişki tespit edilmiştir. Bu değişkenin t istatistiği tek başına değerlendirildiğinde bağımlı değişkeni açıklamakta istatistiki olarak anlamlı bir katkısı da olduğu ileri sürülebilir.

Modelde panel veriler kullanıldığı ve tahmin yöntemi olarak da Genelleştirilmiş Momentler Metodu ile analize tabi olduğu dikkate alındığında açıklama gücü itibari ile determinasyon katsayısı yüksek bir nümerik değer almasa da, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki katsayı işaretlerinin, literatürdeki benzer çalışmalarla paralellik arz etmesi modelin başarısı açısından olumlu yorumlanabilir.

Model II’de bağımlı değişkeni açıklama gücü itibari ile Model I’e paralel bir determinasyon katsayısı değeri almıştır. Ancak Model II’de bağımsız değişkenlerden DEBT ve FINPROFIT’in t değerleri aynı ayrı ele alındıklarında bağımlı değişkeni açıklamakta istatistiksel olarak anlamlı bir katkıları olduğu gözlenmektedir.

Her iki modelde de, işletmelerin karlarının ve borçluluk düzeylerinin artmasıyla birlikte yatırım oranına pozitif bir katkı yaptığı gözlenmektedir. Bu noktada her iki modelde de finansal karlarla yatırım oranı arasındaki ilişki negatif çıkmıştır. Bu durumda finansal karların artışının reel yatırım saikini azaltıcı bir etki yaptığı ileri sürülebilir. Reel sektör faaliyet karlılığının yatırım davranışını olumlu etkilerken, finansal olmayan işletmeler açısından faaliyet dışı gelir olan finansal karların artışının yatırım saikini azalttığı sonucuna modelin tahmin parametreleri çerçevesinde ulaşılmaktadır.

**Tablo 14**  
**Tahmin Modellerinin Katsayı ve İstatistiklerinin Sunumu**

Değişkenler	MODEL I		MODEL II	
	Kat Sayı Değeri	t istatistiği	Katsayı Değeri	t istatistiği
INV2(-1)	0,624275	1.620,549	0,630290	1.715,890
DEBT(-1)	0,013769	1.407,709	0,021565	2.411,823
FINPROFIT(-1)	-0,049034	-2.624,257	-0,045020	-2.489,976
PROFIT(-1)	0,04245	0,251255	0,012183	0,754465
SALES(-1)	0,006666	1.711,843	-	-
R <sup>2</sup>	0,43378	-	0,443029	-
$\bar{R}^2$	0,459846	-	0,466304	-

Modellerin, tahmin sürecinden sonra elde edilen katsayı tahmini değerleri ile temel istatistikleri bir bütün olarak sunumu Tablo 13’de verilmiştir. Ayrıca modelin birkaç istisna dışında anlamlı olduğu ileri sürebilir.

Modellerin ortaya koyduğu kantitatif sonuçların Türkiye ekonomisi ve finansal sistemi açısından genel olarak değerlendirilmesi yapıldığında, finansal olmayan işletmelerinde, ekonomideki finansallaşma olgusu ile birlikte faaliyet dışı karlar elde ettikleri ve bu tip karlılık düzeyinin yükselmesi ile birlikte yatırım eğilimin azalarak sermaye birikim sürecini olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bu sürecin uzun dönemdeki politika implikasyonu ise, finansallaşmanın artması ve yatırımların azalması ile birlikte sermaye birikim sürecinin olumsuz etkileneceği şeklinde ortaya konulabilir.

Sonuç olarak, İMKB Sınai şirketlerinde borçluluk artmasına rağmen yatırımlar artmaktadır. Böylece, özellikle ABD için yapılan finansallaşma modeli örneğini Türkiye’de de desteklenmektedir. Finansallaşmanın yatırımlar üzerinde olumsuz etkileri aynı zamanda sermaye birikiminde yavaşlamaya yol açmaktadır. Diğer yandan

finansallaşma FOİ'de sanal karlar elde etmesini sağlarken üretimden uzaklaşılmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli yatırımlarda ise volatilesi yüksek piyasalar oluşturmaktadır.

## SONUÇ

2008 krizi, kapitalizm tarihinde Büyük Bunalım'dan bu yana görülmüş en derin krizdir. Mevcut krizi diğer krizlerden ayıran en önemli etkenlerden biri, finansallaşmanın bu krizin ortaya çıkmasında oynadığı roldür.

1929 krizi fazla üretim krizi ya da talep yetersizliği kriziydi. Buna çözüm olarak uluslararası şirketler veya çokuluslu şirketler sermaye birikim modeli olarak fordizm modelini ürettiler. Daha sonra OPEC petrol kriziyle sistem yeni bir sermaye birikim modeli ile krizi aşmaya çalıştı, bu da post-fordizmdi. O da yetmeyince bütün regülasyonlar tasfiye edildi. Yeniden bir süreç başladı: “De-regülasyon”. Bunun anlamı kapitalizmin önündeki tüm engellerin kaldırılarak, karını azaltacak herhangi bir işleme izin verilmemesiydi. İşte finans piyasaları bu mantığın ürünü olarak inanılmaz derecede gelişti ve büyüdü.

Finansallaşma kapitalizm literatüründe çok yeni bir kavram olmasına rağmen birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Finansal piyasalarda gerçekleşen transformasyon aslında yeni bir dönemin habercisi olarak görünse de tam bir fikir birliği oluşturulamamıştır. Birçok bilimadamı dünyada yaşanan bu transformasyonun nedenini araştırarak yeni paradigmlar oluşturmuşlardır. Buna göre yaşanan dönüşüm ile birlikte, ilk göze çarpan finans piyasalarındaki değişim idi. Varılan ortak görüş ise; finans piyasalarının deregüle edilmesi ve kapitalizm tarihinde yeniden açılan bir çağ. Diğer bir deyişle kapitalizmin finansallaşma çağı.

Tarih olarak geçmiş yıllara bakıldığında, ABD’de dış açık ve bütçe açıklarının inanılmaz boyutlara ulaşması nedeniyle, bu açıkları besleyen mekanizma olarak finans piyasaları seçilmesi öncül unsurlardan biridir. Dünya parası olan doların avantajlarını kullanarak dünyadaki rezerv paraları kaynak olarak kullanıp, bu açıkları telafi etmeye çalışan ABD, rezerv paraları kaynak olarak kullanılmasında ise ilk önce finansal piyasalar önündeki kısıtlamaları kaldırdı. Akabinde uluslararası finansal mimari oluşturmak için, yani gelişmekte olan ülkelere bu liberalizasyonu empoze etmek için Washington Uzlaşısı adı altında bir dizi kararlar alındı. Bu kararlarla dünya finans sistemi birbirine entegre oldu.

Bunun yanısıra Amerikan rüyası diye nitelendirilen ipotekli konut piyasasında başlayan bir dizi finansal enstrümanlardan yaratılan komisyonlar ve değerlerinin ne olduğu belli olmayan spekülasyonlar *parasit* olarak piyasalarda yer almasıyla büyük bir balonun oluşmasına zemin hazırladı. Amerika’da uzun dönemli büyüme hızı %3 civarında idi. Fakat ekonomiye göre ücret ve karların %3 civarında olması durumunda bölüşümün orantılı olması gerekir. Fakat finans kapital ve onun arkasındaki rantiyeli katmanları bununla yetinmeyip büyüme hızını ve onunla tutarlı olarak getiri oranlarını denkleştirme arayışına girdiler. Büyüme hızının üzerinde getiri elde etmek isteyenler, para kazanma mekanizmalarını genişletme yolunu seçtiler.

Fakat üretim tarafında bunun devamını güç olması dolayısıyla gelir yerine servet artışını tercih etmek durumunda kaldılar. Yani finansal ürünlerden oluşan servet kümesinin sürekli artması hedeflenir. Bunun da gerçekleşmesi için yeni finansal inovasyonlara gidilerek etkinliğinin artırılması sağlanır. Finansal yenilikler adeta teknolojik yeniliklerle yarış içine girer ve finansal ürünler kendini finansal türevlerle yani kağıttan kağıt üreterek servet artırımına iter. Bu da zamanla tamamen sanal bir hal alır.

Teknolojide yaşanan dönüşüm emek verimliliğini arttırırken, ücretlerde düşüşle sonuçlanmıştır. Teknolojik yenilikler bir tarafta finansal piyasalarda yeni enstrümanların oluşumuna izin verirken, tüketicilerin finansal piyasalarla daha çok meşgul olması sağlanmış ve nihayetinde hanehalkının finansallaşmasıyla sonuçlanmıştır.

Amerika’nın son krizde izlediği politika işçiler ve borsa üzerinden servet edindirme uygulamasıydı. Konut mülkiyet edindirme yaygınlaştırılmasıyla işçi sınıfının gelirleri finansallaştı. Emeklilik fonlarını toplayan yatırım bankaları ve fon yöneten finans kuruluşları, işçi sınıfının emeklilik fonlarını borsada değerlendirirken, Amerika’ya dışarıdan gelen sermayelerde borsaya yönlendirilince borsada üretime değil de spekülasyona dayalı balonun oluşmasına olanak tanıdı. Borsa yükseldikçe gelirlerinin arttığını gören işçi sınıfı servet edinmeyi tercih etmeye başladılar. Bunun devamında ise borçlarını teminat göstererek yeniden borçlanmaya gittiler. *Securitization* (menkul kıymetleştirme) diye adlandırılan finansal varlıklar, var olan borcun sanal teminat olarak yeniden sisteme girmesiyle riski artırıcı etki yaptı. Sanal

büyüme trendine giren piyasalar uzun dönemde balonun genişlemesine öncülük etmiş oldu.

Böylece gelişmiş kapitalist ekonomilerin balon sırasında finansal karların kaynağı değişime uğrayarak finansallaşma ile sonuçlanmıştır. Şirketlerin faaliyet karları dışındaki kaynaklara yönelerek kar etme arzusu yeni bir mekanizma yaratmıştır. Bu da finansın önemini artırarak finansın mutlak üstün hale gelmesine neden olmuştur. Yatırım bankacılığı ücretler, komisyonlar gibi politikalar vasıtasıyla karlar, finansal kazançlar tarafında eşleşmiştir.

Kriz finansallaşma sırasında bankaların ve diğer finansal kuruluşların görevlerindeki değişimden dolayı global bir yüze bürünmüştür. Ticari bankalar, kendi öz görevleri dışına çıkarak, kar edinmek için yatırım bankaları gibi davranırken, bireysel gelirlere ağırlık vermişlerdir. Yatırım bankacılığı ile finansallaşan kişisel gelirler kombinasyonu ABD’de özellikle 2001’de başlayıp 2007 yılına gelinceye kadar korkunç bir köpük oluşturarak, çöktürlere davetiye çıkarmıştır.

Finans kapital aslında bankalar ve yatırımcılar arasında üretken bir rol oynarken, XIX. yüzyıldan sonra ve XX. yüzyıl başlarına kadar geçerli olmuştur. Fakat finansallaşma dönemi finansal olmayan kuruluşların finansal piyasalarda aktif rol almasında öncülük etmiş, kısa dönemli karları cazip hale getirmiş, kazançlarını yatırımlar yerine finansal piyasalarda değerlendiren neoliberal rejime karşıt olarak bir sistem yaratarak sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır.

Literatürde yapılan araştırmalar sonucunda ağırlıklı olarak finansallaşmanın büyüme ve sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkileri olduğu gözlenmiştir. Finansallaşma dönemi başlangıcı neoliberal sistemden sonraki dönem olduğu ise ayrıca gözlenmiştir.

Diğer yandan ekonomik olarak tartışılan son krizde finansın rolü incelenirken, finansallaşmanın Anglo-Amerikan kapitalizmin ürünü olduğu anlaşılmıştır. Sistemin Amerika’da doğup sonrada dünya ülkelerine adapte olması ise Washington Uzlaşısı ile sağlanmıştır. İlk yıllarda liberalleşen gelişmekte olan ülke piyasaları birçok ciddi krizlerle karşılaşmalarına rağmen sisteme dahil olmuşlardır.

Karların finansal alanda artması sosyal yapıda değişikliğe yol açmıştır. Aslında bu piyasalarda sadece finansal kuruluşlar ticari kar elde ederken, sosyal statüde olanlar bile finansal veya endüstri yöneticisi gibi davranıp, finans fonksiyonlarını yerine getirmişlerdir. Bu trend rant kazançları elde etmek isteyenlerin lehine dönmüştür. Dolayısıyla çağdaş rantiyeciler finansallaşmanın öncüsü olmuştur.

2007 Ağustos ayında başlayan finansal kriz tüm dünyada uluslararası bir kriz niteliği olarak finansallaşmış kapitalizmin son aşaması olduğunu doğrulamıştır. Krizin doğuşu üretim karmaşasından değil de, sermaye birikimi yapısının karmaşıklığından kaynaklanmıştır. ABD düşük gelirli çalışanları (sub-prime mortgage) ev sahibi olmaları için borçlandırılmalarından dolayı, kapitalizmde tahmin edilemeyen ve şu ana kadar tarihte rastlanmayan bir durumla karşılaşmıştır. Dolayısıyla kriz direkt olarak bireysel gelirlerin, özellikle ev kredilerinin ayrıca eğitimin, sağlığın, emeklilik ve sigorta fonlarının finansallaşması ile ilişkilendirilebilir.

Sonuç olarak yaşadığımız krize en fazla katkısı olan etkenin, finansallaşma döneminde parasal faktörlerin görece özerkliğinin arttığı göstermektedir. Krizin reel birikimi oldukça uzun bir gecikmeyle etkilemiş olması, standart Marxist bakış açısından bakıldığında oldukça özel bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Daha özgül olarak, finans piyasalarının serbestleştirilmesi ilerledikçe büyük şirketlerin açık finans piyasalarından neredeyse hiçbir kısıtlamayla karşılaşmaksızın borçlanabilmeleriyle birlikte bankalar, bireylere kredi vererek ve finansal işlemlere aracılık ederek kar sağlama yolunu seçmişlerdir. Bu tür piyasaların büyümesi ise, kapitalist toplum genelinde atıl parayı harekete geçiren yeni finans kurumlarını ortaya çıkmasını sağlamıştır (emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri, riskten sakınma fonları vb). Bu gelişmelerin sonucunda, şu anda kapitalist sınıfın karlarının büyük kısmı, işçilerin ve diğer halk kesimlerinin kişisel gelirlerinden kaynaklanmaktadır; tipik olarak finansal yükümlülüklerle hizmetlerin karşılığında faiz veya hizmet bedelleri olarak ödenen meblağlar. Bu ise, aracılık yapan finansal işlemlerin karlılığının güçlü bir şekilde bu tür davranışları harekete geçirmesi nedeniyle sistemi finansal balonların ve krizlerin gelişmesine daha yatkın hale gelmiştir (Lapavistas, 2009).

Bu tezin konusu olan finansallaşma hipotezi aslında gelişmiş bir finansal sisteme sahip ekonomiler açısından ele alınmıştır. Ancak bir yandan finansal liberalizasyon diğer yandan küreselleşme olgusunun geldiği nokta açısından



bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler için de finansallaşma olgusunun geçerli olabileceğini düşündürmektedir. Çünkü finansal liberalizasyon uygulayan gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları gittikçe gelişmiş ülkelere benzemeye başlarken, küreselleşme nedeniyle bu ülkeler kendini finansallaşmış ekonomiden ayıramamaktadırlar. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde finansal sistem de 1980 sonrası önemli reformlara sahne olmuş ve gelişmiş ekonomilere benzeyen bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Böyle bir finansal sisteminin varlığı, finansallaşma yaratan unsurların ortaya çıktığı anlamında yorumlanabilir. Finansal sistemin gelişmişliği ise bu finansal sistemin derinliğinin artmasına ve finansal piyasaların çeşitliliğinin çoğalmasına bağlı olduğu söylenebilir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisi incelendiğinde 1980 öncesinde finansal sistemin devlet kontrolünde ve sığ olduğu, ancak 1980 sonrasındaki reformlar ile birlikte gittikçe derinlik kazandığı ve finansal araçların çoğaldığı görülmektedir. 1980 sonrası yapılan reformların amacı finansal sistemin liberalizasyonu ile birlikte ekonomide toplam tasarrufların, toplam yatırımların ve finansal sistemin etkinliğini arttırmak olmuştur. Bu politikalar amaçları çerçevesinde belirli lde başarılı olurken, finansal sistem de gelişmiş ekonomilerdekine benzer bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Finansal sistemin bu dönüşümü Türkiye ekonomisinde gözlenen istikrarsızlıkların bir lde de olsa finansal sistemden kaynaklanıp kaynaklanmadığı sorusunu beraberinde getirmiştir. Finansal sistemin böyle bir etkisinin var olup olmadığının açıklığa kavuşturulması ise finansallaşma hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğinin test edilmesiyle mümkün olabilecektir. Bununla birlikte böylesi bir testin kendine özgü zorlukları vardır. Nitekim literatüre bakıldığında finansallaşma hipotezinin yaygın bir şekilde test edilmediği görülmektedir. Bu durum kısmen finansallaşmanın yaygın kabul gören iktisat ekollerinden birine ait olmamasından, kısmen de böyle bir analize henüz Türkiye’de başvurulmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda finansallaşma hipotezimizde özellikle üzerinde durduğumuz ilişki, FOİ’ler ve Fİ’lerin finans kapitale olan bağımlılığı ve FOİ’lerin finansallaşma değişkenlerinin sermaye birikimi ve yatırımlar üzerinde negatif etki yarattığı yönündedir.

Bu alışmada Türkiye ekonomisinde böyle bir ilişkinin varlığını test etmek için, öncelikle halka açık İMKB’de yer alan Sınai şirketlerinin bilançolarında yer alan bağımsız değişken verileri, ülkemizde faaliyet gösteren firmalar bilançolarının konsolide olarak verilmemesi nedeniyle tek tek hesaplanarak veri seti oluşturulmuştur.

Daha önce değindiğimiz gibi finansallaşma olgusu ile reel sekt3r yatırımlardan uzaklaşarak, karını artırmak için finansal piyasalar y3nelip spekulatif hareketlerden yararlanarak fayda sağlamak istemektir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve dereg3le edilmesiyle firmaların hareket kısıtlılığı ortadan kalkarken, finansal inovasyonla birçok egzotik 3r3nler sunulması bu piyasaların daha da derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Finansallaşma iktisadı yazında çok yeni bir kavram olmasına rağmen, varılan ortak fikrin yaptığımız araştırmalar sonucunda sermaye birikimi ve dolayısıyla yatırımlar 3zerinde olumsuz etki yarattığıdır. Bu nedenle yatırım değişkeni olarak firmaların karları, finansal 3demeleri, satışları, finansal karları ve borçları modele alınmıştır. Belirtilen bu değişkenler arasındaki uzun d3nemli ilişkinin varlığını test etmek için, literat3rde bu amaçla yaygın olarak kullanılan ekonomideki dinamik ilişkilerin daha iyi anlaşılmasına imkan tanınması açısından GMM tekniği kullanılmıştır. Yapılan analizde 2005-2010 d3neminde s3z konusu değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve bu değişkenlerin finansallaşma hipotezinde 3ng3r3len ilişkilere sahip olduğu g3zlenmiştir. Analiz sonucunda, 3ncelikle her iki modelde de, işletmelerin karlarının ve borçluluk d3zeylerinin artmasıyla birlikte yatırım oranına olumlu bir katkı yaptığı s3ylenebilir. Fakat bu noktada analize tabi tutulan her iki modelde de finansal karlarla yatırım oranı arasındaki ilişkinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumda finansal karların artışının reel yatırımlar 3zerinde negatif etkiye sahip olduğunu ve sermaye birikiminde azaltıcı bir etki yaptığı s3ylenebilir. Sonuç olarak T3rkiye ekonomisini finansallaşma analizi çerçevesinde değerlendirdiğimizde, finansal olmayan işletmelerinde, ekonomideki finansallaşma olgusu ile birlikte faaliyet dışı karlar elde ettikleri ve bu tip karlılık d3zeyinin y3kselmesi ile birlikte yatırım eğilimin azalarak sermaye birikim s3recini olumsuz y3nde etkilediği g3r3lmektedir. Finansallaşmanın 3zel kesimin yatırım ve finansman kararlarına bağlı olarak konjonkt3rel dalgalanmalar g3zlenebileceği olasılığını da ayrıca g3stermektedir.

Diğer yandan hanehalkı kesiminin finansal piyasalarda işlem hacimlerinin arttırması bir yandan finansal sistem verdiği borçlarla yatırımları ve b3y3meyi teşvik ederken, diğer yandan da ekonomideki borçlanmanın artması ise finansal kırılganlığı ve tasarruf eğilimini azaltıcı etki g3stererek ekonomik istikrarsızlıkları arttırdığı s3ylenebilir.

## EKLER

### Ek 1: Araştırmada Kullanılan Veri Seti

	FİRMA KODU	FİRMA ADI
1	ADANA	ADANA ÇİMENTO
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK
3	AEFES	ANADOLU EFES
4	AFYON	AFYON ÇİMENTO
5	AKALT	AKAL TEKSTİL
6	AKCNS	AKCANSA
7	AKSA	AKSA
8	ALCAR	ALARKO CARRIER
9	ALKA	ALKIM KAĞIT
10	ALKIM	ALKIM KİMYA
11	ALTIN	ALTIN YILDIZ
12	ANACM	ANADOLU CAM
13	ARCLK	ARÇELİK
14	ARSAN	ARSAN TEKSTİL
15	ASUZU	ANADOLU ISUZU
16	ATEKS	AKIN TEKSTİL
17	AYGAZ	AYGAZ
18	BAGFS	BAGFAS
19	BAKAB	BAKAB AMBALAJ
20	BANVT	BANVİT
21	BFREN	BOSCH FREN
22	BISAS	BISAS TEKSTİL
23	BOLUC	BOLU ÇİMENTO
24	BOSSA	BOSSA
25	BRISA	BRISA
26	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN
28	BSHEV	BSHEV EV ALETLERİ
29	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO
30	BTCIM	BATI ÇİMENTO
31	BUCIM	BURSA ÇİMENTO

32	BURVA	BURÇELİK VANA
33	CCOLA	COCA COLA İÇECEK
34	CELHA	ÇELİK HALAT
35	CEMTS	CEMTAS
36	CIMSA	CIMSA
37	CMBTN	ÇİMBETON
38	CMENT	ÇİMENTAŞ
39	DENCM	DENİZLİ CAM
40	DENTA	DENTAS AMBALAJ
41	DERIM	DERİMOD
42	DESA	DESA DERİ
43	DEVA	DEVA HOLDİNG
44	DGZTE	DOĞAN GAZETİCİLİK
45	DITAS	DİTAŞ DOĞAN
46	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM
47	DOBUR	DOĞAN BURDA
48	DOGUB	DOGUSAN
49	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
50	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI
51	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ
52	EGGUB	EGE GÜBRE
53	EGPRO	EGE PROFİL
54	EGSER	EGE SERAMİK
55	EMKEL	EMEK ELEKTRİK
56	EMNIS	EMİN İŞ AMBALAJ
57	ERBOS	ERBOSAN
58	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
59	ERSU	ERSU GIDA
60	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM
61	FMIZP	F.M. İZMİT PİSTON
62	FRIGO	FRİGO PAK GIDA
63	GENTS	GENTAŞ
64	GEREL	GERSAN ELEKTRİK
65	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK
66	GOLTS	GOLTAŞ ÇİMENTO
67	GOODY	GOOD YEAR
68	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI
69	HEKTS	HEKTAŞ

70	HURGZ	HÜRRİYET GAZETESİ
71	HZNR	HAZNEDAR REFRAKTER
72	IDAS	İDAŞ
73	IPMAT	İPEK MATBAACILIK
74	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
75	IZOCM	İZOCAM
76	KAPLM	KAPLAMIN
77	KARSAN	KARSAN OTOMOTİV
78	KARTN	KARTONSAN
79	KERTV	KEREVİTAŞ
80	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA
81	KLMSN	KLİMASAN KLİMA
82	KNFRT	KONFURT GIDA
83	KONYA	KONYA ÇİMENTO
84	KORDS	KORDSA
85	KRDMD	KARDEMİR
86	KRSTL	KRİSTAL KOLA
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL
88	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN
89	LUKSK	LÜKS KADİFE
90	MAKTK	MAKİNA TAKIM
91	MEMSA	MENSA MENSUCAT
92	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
93	MERKO	MERKO GIDA
94	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO
95	MRSHL	MARSHALL
96	MRTGG	MERT GIDA
97	MTEKS	METEMTEKS
98	MUTLU	MULU AKÜ
99	NUHCM	NUH ÇİMENTO
100	OLMKS	OLMUKSA
101	OTKAR	OTKAR
102	PARSN	PARSAN
103	PENGD	PENGÜEN GIDA
104	PETKM	PETKİM
105	PETUN	PINAR ET VE UN
106	PIMAS	PİMAŞ
107	PINSU	PINAR SU

108	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO
109	PTOFS	PETROL OFİSİ
110	SARKY	SARKUYSAN
111	SASA	ADVANSA SASA
112	SERVE	SERVE KIRTASIYE
113	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ
114	SKTAS	SÖKTAŞ
115	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU
116	SODA	SODA SANAYİ
117	SONME	SÖNMEZ FILAMENT
118	TATKS	TAT KONSERVE
119	TBORG	T. TUBORG
120	TOASO	TOFAŞ OTO FAB.
121	TRKCM	TRAKYA CAM
122	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
123	TUDDF	T. DEMİR DÖKÜM
124	TUKAS	TUKAS
125	TUPRS	TUPRAŞ
126	ULKER	ÜLKER BİSKUVİ
127	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
128	USAK	UŞAK SERAMİK
129	VESTL	VESTEL
130	VKING	VİKİNG KAĞIT
131	YATAS	YATAŞ
132	YUNSA	YÜNİSA

## Ek 2: Test Sonuçları

Dependent Variable: INV2  
Method: Panel Generalized Method of Moments  
Transformation: First Differences  
Date: 06/06/11 Time: 19:43  
Sample (adjusted): 2007 2010  
Cross-sections included: 132  
Total panel (unbalanced) observations: 505  
White period instrument weighting matrix  
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)  
Convergence not achieved after 500 weight iterations  
Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1)

### P SALES(-1) @SYSPER

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV2(-1)	0.624275	0.003852	162.0549	0.0000
DEBT(-1)	0.013769	0.009781	1.407709	0.1598
FINPROFIT(-1)	-0.049034	0.018685	-2.624257	0.0090
PROFIT(-1)	0.004245	0.016896	0.251255	0.8017
P	-0.047736	0.025966	-1.838403	0.0666
SALES(-1)	0.006666	0.003894	1.711843	0.0876
@ISPERIOD("2007")	-0.015637	0.011937	-1.309988	0.1908
@ISPERIOD("2008")	-0.039553	0.011920	-3.318294	0.0010
@ISPERIOD("2009")	-0.075203	0.014328	-5.248600	0.0000
@ISPERIOD("2010")	-0.036177	0.015221	-2.376795	0.0178

### Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.433778	Mean dependent var	0.014493
Adjusted R-squared	0.459846	S.D. dependent var	1.946489
S.E. of regression	2.351828	Sum squared resid	2737.892
J-statistic	3.561606	Instrument rank	19.00000

### Ek 3: Test Sonuçları

Dependent Variable: INV2  
Method: Panel Generalized Method of Moments  
Transformation: First Differences  
Date: 06/06/11 Time: 19:51  
Sample (adjusted): 2007 2010  
Cross-sections included: 132  
Total panel (unbalanced) observations: 505  
White period instrument weighting matrix  
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)  
Convergence not achieved after 500 weight iterations  
Instrument list: @DYN(INV2,-2) DEBT(-1) FINPROFIT(-1) PROFIT(-1)

P @SYSPER

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV2(-1)	0.630290	0.003673	171.5890	0.0000
DEBT(-1)	0.021565	0.008941	2.411823	0.0162
FINPROFIT(-1)	-0.045020	0.018080	-2.489976	0.0131
PROFIT(-1)	0.012183	0.016147	0.754465	0.4509
P	-0.049063	0.026069	-1.882016	0.0604
@ISPERIOD("2007")	-0.014273	0.012100	-1.179607	0.2387
@ISPERIOD("2008")	-0.036728	0.011715	-3.135264	0.0018
@ISPERIOD("2009")	-0.075095	0.014419	-5.208065	0.0000
@ISPERIOD("2010")	-0.037292	0.015620	-2.387429	0.0173

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.443029	Mean dependent var	0.014493
Adjusted R-squared	0.466304	S.D. dependent var	1.946489
S.E. of regression	2.357024	Sum squared resid	2755.558
J-statistic	3.841951	Instrument rank	18.00000



## KAYNAKÇA

- Aglietta, M. (2000), "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions" *Economy and Society*, 29(1), 146–59.
- Aglietta, M. and R. Breton (2001), "Financial systems, corporate control and capital accumulation" *Economy and Society*, 30(4), 433–66.
- Akdiş, M. (2000), *Global Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayın, İstanbul.
- Akgüç, Ö. (2001), Bankacılık kesimi Kriz Nedeni midir?, *İktisat Dergisi*, Sayı: 410-411.
- Aktan, C, C. ve H. ŞEN (1999), *Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye*, TOSYÖV Yayınları, Ankara.
- Aktan, C, C. (2002), Şen, Hüseyin, *Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri*, *Yeni Türkiye Dergisi*, 1.
- Aktan, Ç, C. (1999), *Müdahaleci Devletten Sınırlı Devlete*, Ankara, Yeni Türkiye Yayınları.
- Akyüz, Y. (2000), "Managing Financial Instability and Shocks", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 219.
- Akyüz, Y. (2000), *Financial Liberalization: The Key Issues*, UNCTAD Discussion Papers, No: 56.
- Akyüz, Y. and K.Boratav (2005), "The Making of the Turkish Crisis" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar.
- Amin, S. (1996), "The challenge of globalization", *Review of International Political Economy*, 3(2), 216–59. Amin, S. (2003), *Obsolescent Capitalism*, London and New York: Zed Books.
- Arellano, M. and S. Bond (1991), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 227-297.
- Arrighi, G. (2000), *Uzun Yirminci Yüzyıl* (Çev. R. Boztemur), Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.

- Arrighi, G. (2003), "The Social and Political Economy of Global Turbulence" New Left Review, N.20, ss. 5-71.
- Aslan, N. (2005), "Dünya Ekonomisinde Gelişmeler: Küreselleşme", Ekonomik Entegrasyon Küresel ve Bölgesel Yaklaşım, (Edit.) Osman Küçükahmetoğlu, Hamza Çeştepe ve Şevket Tülyüoğlu, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Aysan, A. F. ve F. Bektaş (2007), "Export Competitiveness of Turkey: The New Rising Sectors in Turkey Comparison with Eastern European Countries".
- Babb, S. (2005), "The rise of the new money doctors in Mexico" in G. Epstein (ed.), Financialization and the World Economy, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 243–59.
- Balaylar, A. N. (2001), Para İkamesi Olgusu ve Makro Ekonomik Etkileri (1980 Sonrası Türkiye Örneği), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlamamış Doktora Tezi, İzmir.
- Başkaya, F. (1997), Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü, Ankara, İmge Yayınları.
- Başkaya, F. (2003), Sömürgecilik Emperyalizm Küreselleşme, Maki Basın Yayınları, Ankara, Mart.
- BBDK, Finansal Piyasalar Raporu Aralık 2010, Sayı 20 [http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/9433fpr\\_aralik\\_2010.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/9433fpr_aralik_2010.pdf) Erişim Tarihi 21 Şubat 2011.
- BBDK, Finansal Piyasalar Raporu Eylül 2011, Sayı 18, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/8469fpr\\_haziran2010.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/8469fpr_haziran2010.pdf) Erişim Tarihi 21 Şubat 2011.
- BBDK, Finansal Piyasalar Raporu Eylül 2011, Sayı 19, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/8890eylulfpr\\_22.12.09\\_33docx.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/8890eylulfpr_22.12.09_33docx.pdf) Erişim Tarihi 4 Nisan 2011.
- BBDK, Finansal Piyasalar Raporu Haziran 2011, Sayı 22, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/9992fpr\\_haz2011\\_260811.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/9992fpr_haz2011_260811.pdf) Erişim Tarihi 3 Temmuz 2011.
- BBDK, Finansal Piyasalar Raporu Mart 2010, Sayı 17, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/8094FPR\\_Mart\\_2010.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/8094FPR_Mart_2010.pdf) Erişim tarihi 19 Mart 2011.

BDDK (2009), “Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi” (Gözden Geçirilmiş İkinci Baskı), Çalışma Tebliği Ankara-Türkiye Erişim tarihi 19 Mart 2011.

BDDK, Yıllık Rapor 2000, Mayıs 2001 [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum\\_Bilgileri/Yillik\\_Raporlar/4782bddk\\_yillik\\_rapor\\_2000.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/4782bddk_yillik_rapor_2000.pdf) Erişim tarihi 19 Mart 2011.

BDDK (2001), Yıllık Rapor 2000, Mayıs.

BDDK, Krizden istikrara Türkiye Tecrübesi, Eylül 2010, Üçüncü baskı [http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma\\_Raporlari/8676krizden\\_istikraraturkiyetecrubesi\\_3uncu\\_baski.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/8676krizden_istikraraturkiyetecrubesi_3uncu_baski.pdf) Erişim tarihi 19 Mart 2011.

Benderli, Z., Z-Z İ. Görenel (2006), Neoliberal Ekonomi Politikalarının Latin Amerika Üzerindeki Etkileri, İstanbul, Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, 1. Sayı.

Binay, Ş. ve K. Kunter (1999), “Türkiye’de Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ocak, ss.24-48.

Bivens, J. and C. Weller (2004), “Institutional shareholder concentration, corporate governance changes and diverging fortunes of capital and labor”, paper presented at the Center for Economic Policy Analysis conference on ‘Pension Fund Capitalism and the Crisis of Old-Age Security in the United States’ held at the New School University, 10-11 September, New York.

Blecker, R. (2005), “Financial globalization, exchange rates, and international trade” in G. Epstein (ed.), Financialization and the World Economy, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 183–219.

Boratav, K. (2009), Uluslararası Kriz Üzerine Birkaç Gözlem, Eğitim, Bilim, Toplum Dergisi, Cilt 7, Sayı 27, Sayfa 9-15.

Boratav, K. ve Y. Akyüz (2002), Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 197.

Boyer, R. (2000), “Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis” *Economy and Society*, 29(1), 111–45.

- Brainard, L. (2002), "Capitalism Unhinged", Foreign Affairs, Vol: 81, No: 1, January-February.
- Briggs, A. (1961), The Welfare State in Historical Perspective, European Journal of Scycology, 2. Sayı.
- Brown, S. J.-Goetzmann, William N.-Park, James (1998), Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bryan, D. and M. Rafferty (2006), Capitaism With Derivatives- A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class, New York.
- Bustelo, P. C. Garcia and I. Olivie (1999), Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999), ICEI (Instituto Complutense De Estudios Internacionales), Working Paper No: 16, November.
- Byrt, F. (2010), "Securitization in the 1920s" The NBER Digest, May 2010, Erişim tarihi 2 Haziran 2010 <http://www.nber.org/digest/may10/may10.pdf>.
- Calvo, G. A., L. Leiderman and C. M. Reinhart (1996), Inflows of Capitol to Developing Coutries in the 1990's, The Journal of Economic Perspectives, Vol: 10, No:2, Spring.
- Camacho, M. C., N. R. A. Jose (2009), The Globalisation of Financial Capital, 1997-2008, Discussion Paper no 6, School of Economics, UNAM; Instituto de Invastigaciones Economicas, 15 March 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50360.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50360.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Castells, M. (2005), Enformasyon Çağı: Ekonomi Toplum ve Kültür, Cilt 1, Ağ Toplumunun Yükselişi, İstanbul Bilgi Üniversitesi, Nisan.
- Celasun, M., D. Rodrik (1989), Adjustment and Growth Turkey, in J: Sachs (ed.), Developing Countries Dept, Chicago: University of Chicago Press and NBER.
- Chang, R. (1999), "Understanding Recent Crises in Emerging Markets" Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Second Quarter.
- Chossudovsky, M. (1992), Yapısal Uyumdan Yoksulluğa Karşı Mücadeleye: Uluslararası Para Fonu'nun Yıkıcı İnatçılığı, (çev.) Melek Fırat, Mülkiyeliler Birliği Dergisi, Cilt. 16, Sayı.148, Ekim.

- Cooper, R. N. (1987), "The International Monetary System, Essay in World Economics", The MIT Press, S.10-60.
- Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini (1999), "Paper Tigers? A Model of the Asian Crises", *European Economic Review*, Vol: 43, No: 7, June.
- Crotty, J. (2005), "The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on non- financial corporation performance in the neoliberal era", in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 77–110.
- Crotty, J. (2005), "The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on non- financial corporation performance in the neoliberal era", in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 77–110.
- Crotty, J. and K. Lee (2005), "Economic performance in post-crisis Korea: a critical perspective on neoliberal restructuring" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 334–53.
- Crotty, J. and K. Lee (2005), "Economic performance in post-crisis Korea: a critical perspective on neoliberal restructuring" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 334–53.
- Çelebican, Gürkan, Mevduat Sertifikaları  
[www.dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/306/2892.pdf](http://www.dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/306/2892.pdf) Erişim tarihi 19.08.2010.
- D' Arista, J. (2005), The Role of the International monetary system in financialization, G. Epstein (vd) kitap bölümü, *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, ss.220-39.
- D'Arista, J. (2005), "The role of the international monetary system in financialization", in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 220–39.
- Dağdelen, İ. (2004), "Liberalizasyon" *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, Ankara SBF, 12.04.2004 (veya Ankara 2004).

- Demir, F. (2007), Private Investment, “Portfolio Choice and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, University of Oklahoma, MPRA Paper No. 3835, November.
- Demir, F. (2005), Three Essays On Financial Liberalization, Country Risk And Low Growth Traps In Argentina, Mexico and Turkey, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Graduate Program in Economics, Notre Dame.
- Derviş, K. ve Petri, P.A. (1987), “The Macroeconomics of Successful Development: What are the Lessons?.”, NBER Conference on Macroeconomics, March, 13-14, Mass: Cambridge.
- Doğan, H. (2002), “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, s.190, ss. 60-71.
- Dore, R. (2002), “Stock market capitalism and its disusion”, New Political Economy, 7(1), 115–21.
- Dorukkaya, Ş., H.H. Yılmaz (1999), “Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri), Yaklaşım Dergisi, Yıl:7, Sayı:75, (Mart-), s.122-127.
- Dot-com Bubble,  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble), Erişim tarihi 23 Mart 2011.
- Drobetz, W., R. Fix (2003), “What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland”, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 4/03.
- Duch, R. (2008), Longitudinal/Panel Data Analysis:Lecture 3 and 4, (çevrimiçi) [raymond.duch@nu\\_eld.ox.ac.uk](mailto:raymond.duch@nu_eld.ox.ac.uk)  
[raymond Duch.com/class/panel data](http://raymond Duch.com/class/panel data) Erişim tarihi 8 Mayıs 2011.
- Duménil, G. ve Lévy, D. (2003), “Periodizing Capitalism: Technology, Institutions, and Relations of Production”, [www.jourdan.ens.fr/levy](http://www.jourdan.ens.fr/levy)  
Erişim tarihi 18.08.2010.
- Duménil, G. ve D. Lévy (2009), Kapitalizmin Marksist İktisadı, (Çev. S. Pelek), İstanbul, İletişim Yayınları.
- Duménil, G. ve D. Lévy (2005), “Costs And Benefits Of Neoliberalism: A Class Analysis.” in Epstein, G. (Der.) Financialization And The World Economy. Northampton, US: Edward Elgar.

- Durusoy, S., “Finasal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri” <http://www.forigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, Erişim tarihi 11.03.2007.
- Dymski, A. G., Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crises, Discussion Paper no: 2, University of California Center Sacramento (UCCS), 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47670.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47670.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Edward, S. (1997), The Mexico Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?, NBER Working Paper, No: 6334. December.
- Edward, S. (1998), Capital Flows, Reel Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin America Experiences, NBER Working Paper, No: 6800, November.
- Eğilmez, M. ve E. Kumcu (2003), Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, 4.b., İstanbul: OM Yayınevi.
- Eichengreen, Barry (1996), Globalizing Capital, A History of the International Monetary System, New Jersey: Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry (1999), Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Ellen F., P. Fred D. Miller, P. Jeffrey (1998), Problems of Market Liberalism, New York: Cambridge University Press.
- Epstein, G. (2005), Financialization and The World Economy, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Erdoğan, N. (2002), Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler, (Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları-Kamu Bankaları Deneyimi), Yaklaşım Yayınları, Haziran.
- Ergüneş, N. (2009), Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation, Discussion Paper no: 8, Department of Economics, Maltepe University, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50362.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50362.pdf) Erisim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Ertürk, İ., J. Froud, S. Johal, A. Leaver and K. Williams (2008), Financialization At Work: key Texts and commentary, London; New York: Routledge.

- Esen, O. (1998), Gelişmekte olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleştirme Programlarına Eleştirel Yaklaşım, İktisat, İşletme ve Finans, Sayı: 145, Nisan.
- Esen, O. (2000), "Financial Openess in Turkey", International Review of Applied Economics, Vol. 14, No.1.
- Fabozzi, F., F. Modigliani (1996), Capital Markets: Institutions and Instruments. 2<sup>nd</sup>. edt. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Felix, D. (2005), "Why international capital mobility should be curbed and how it could be done" in G.Epstein (ed.), Financialization and the World Economy, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 384–408.
- Finansal İstikrar Raporu (2007), Financial Stability Report, Kasım, No.5, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Fine, B. (2003), "Birleşme ve Konsensus: İstikrar, Yoksulluk ve Büyümenin Politik Ekonomisi", A.H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan (der.) İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar. İktisat Üzerine Yazılar II, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Fine, B. (2008), From Financialisation To Neo-Liberalism: Engaging Neo-Liberalism (School of Oriental and African Studies, University of London)  
[http://www4.fe.uc.pt/ciclo\\_int/doc\\_08\\_09/02\\_holly\\_book\\_con.pdf](http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_08_09/02_holly_book_con.pdf)  
Erişim tarihi 3 Şubat 2011.
- Fischer, S. (1999), Reforming the International Financial System, Economic Journal, Vol: 109, No: 459.
- Fisunoğlu, M. (2003), 1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler, (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, İstanbul, İletişim Yayınları.
- Frame, W. S., L. J. White (2004), Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?.Journal of Economic Literature. V.42. i.1: 116-144.
- Froud, F., C. Haslam, S. Johal & K. Williams (2000), Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves, Economy and Society, Volume 29, Issue 1, ss. 80-110.



- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, K. Williams (2001), "Financialisation and the Coupon Pool" *Gestao & Producao*, V.8, N.3, p. 271-288, University of Manchester.
- Galbis, V. (1977), *Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach*, *Journal of Development Studies*, Vol. 12, No. 2.
- Galbraith, J. K. (2004), "Ekonomik Gelişmeler Tarihi-Kuşku Çağı", Çeviren: Reşit Aşçıoğlu-Nilgün Himmetoğlu, 3.Basım, Ekim, İstanbul.
- Gelbard, E.A ve S.P. Leite (1999), "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa", *IMF Working Paper*, No: WP/99/105, August.
- Gilpin, R. (1987), *The Political Economy of International Relations*, New Jersey: Princeton University Press.
- Glen, J., K. Lee and A. Singh (2000), "Competition, corporate governance and financing of corporate growth in emerging markets", Cambridge University, Department of Applied Economics discussion paper in accounting and finance no AF46.
- Gore, C. (2002), "The Rise and Fall of Washington Consensus as a Paradigm for Developing Countries", *World Development*, 28 (5).
- Gökal, İ. (1997), "Global Değişim, Stratejik Ticaret Politikası ve Türkiye İçin Bir Ticaret Senaryosu", T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Yayınları, 1997.
- Gabel, I. (2005), *Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies*, G. Epstein (ed) kitap bölümü, *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, ss. 357-83.
- Gabel, I. (1998), *Portfolio Investment, Foreign Policy In Focus*, Vol: 3, No:13 May.
- Gabel, I. (2005), "Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies" in G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 357-83.
- Greene, W. H. (2002), *Economic Analysis ABD*, Prentice Hall Yayınları, 2002 Baskı.

- Gregorio, J. De and P. E. Guidotti (1999), Financial Development and Economic Growth, World Development, Vol: 23, No: 3.
- Gülođlu, B., A. E. Altunođlu (2002), Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi Dergisi, No:27, Ekim 2002.
- Gürbüz, B., Sürdürülebilir borçlanmanın eleştirisi: Başka bir sürdürülebilirlik olgusu ve Türkiye örneği, Galatasaray Üniversitesi İktisat Bölümü <http://bs.gsu.edu.tr/akademik/bgurbuz/Borcun%20surdurulebilirliğini%20eleştirisi.pdf> Erişim tarihi 28 Kasım 2011.
- Gürkan, C. (2007), “Veblen, Schumpeter ve Teknoloji” İç E. Özveren (der.) Kurumsal İktisat, İmge Yay. Ankara.
- Güvenç, N. (1998), Globalizm, BDS Yayınları, İstanbul.
- Habermas, J. (2001), İletişimsel Eylem Kuram, (Çev. M.Tüzel), İstanbul, Kabalcı Yay.
- Habermas, J. (2002), Küreselleşme ve Milli Devletlerin Akıbeti, (Çev. M. Beyaztaş), İstanbul, Bakış Yayınları.
- Hansen, P. L. (1982), Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 50 (4), 1029-54. <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1912775.pdf> Erişim tarihi: 2011.
- Hanusch, H., A. Pyka (2007), “Principles of Neo-Schumpeterian Economics” *Cambridge Journal of Economics* 31, 275–289.
- Harvey, D. (2004), *The Condition of postmodernity: an enquiry into the origins of cultural change*, first published 1990 by Blackwell Publishing Ltd. USA.
- Harvey, D. (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford, Oxford University Press.
- Hasio, C. (2002), *Analysis of Panel Data*, New York: Cambridge University Press. Horne 1985.
- Hayek, F.A. (1948), *The Use of Knowledge in Society*, *The American Economic Review*, Vol. 35, No: 4, 519-530.
- Hayek, F.A. (1937), *Economics and Knowledge*, 33-54. Vol.4. No:13.

- Heilbroner, R. (2003), İktisat Düşünürleri, (cev: A Tartanoğlu), Dost Yay. Ankara.
- Henderson, C. (2000), Asya'nın Çöküşü, (çev.) Meral Gönenç, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Henwood, D. (1997), Wall Street, New York:Verso.
- Henwood, D. (2003), After the New Economy, New York: New Press.
- Heywood, A. (2007), Politics, New York, Palgrave Macmillan Press.
- Hilferding, R. (1910), Finans Kapital, (çev. Yılmaz Öner), Belge Uluslararası Yayıncılık, İstanbul.
- Hirst, P. ve G. Thompson (1998), Küreselleşme Sorgulanıyor, Dost Kitabevi, Ankara.
- Hoogvelt, A. (1997), Globalization and the Postcolonial World, London, Macmillan.
- Horne, V., James C. (1985), Financial Innovations and Excesses, American Association, vol. 40 (3), pp. 621-31, July.
- IIF (1999), Capital Flows To Emerging Market Economies, Institute of International Finance, <http://www.iif.com/> April-25.
- İsmihan, M. (2008), “Kronik İstikrarsızlık ve Potansiyel Büyüme Hızı: Türkiye Deneyimi, 1960-2006”, Dokuz Eylül Üniversitesi, II. Ulusal İktisat Kongresi, 20-22 Şubat, İzmir.
- İşıklı, A. (1998), “Asya Kaplanlarına Ne Oldu”, Mülkiyeliler Birliği Dergisi, Cilt:XXII, Sayı:206-209, (Nisan/Temmuz), s.7-12.
- İtoh, M. (2009), On the Historical Significance and the Social Costs of the Subprime Financial Crisis: Drawing on the Japanese experience, Discussion Paper no 7, Kokushikan University, 15 March 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50361.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file50361.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- İzmirlioğlu, A. (2000), Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- İMKB, Mali Tablolar (2009 ve öncesi), <http://www.imkb.gov.tr/FinancialTables/companiesfinancialstatement.aspx?sflang=tr> Erişim Tarihi 14 Nisan 2011.

- İSO, İstanbul Sanayi Odası Dergisi (Özel Sayı), Sayı 461, Ağustos 2004.  
[http://www.iso.org.tr/tr/web/StatikSayfalar/Kutuphane\\_yayinlar\\_detay.aspx#118](http://www.iso.org.tr/tr/web/StatikSayfalar/Kutuphane_yayinlar_detay.aspx#118).
- Jessop, B. (1996), "Post-Fordism and State", Post-Fordism: A Reader içinde (der. Ash Amin), Blackwell Publisher, Oxford, ss. 251-279.
- Jürgens, U., K. Naumann and J. Rupp (2000), "Shareholder value in an adverse environment: the German case", Economy and Society, 29(1), 54-79.
- Kaminsky, G.L., S.L. Schmukler (2003), Short Run Pain Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. IMF Working Paper. WP/03/34.
- KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu)  
<http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>, Erişim Tarihi 15 Nisan 2011.
- Kaplinsky, R. (2005), Globalization, poverty and inequality : between a rock and a hard place, Cambridge, UK ; Malden, MA : Polity.
- Katilainen, M. & V. Kaitila (2002), Economic Globalization in Developing Countries, ETCA, Finland, pp.69-78.
- Kazgan, G. (1999), Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi, İstanbul, Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (2005), Küreselleşme ve Ulus-Devlet/Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul: Bilgi Üniversitesi.
- Kepek, Y. (1990), Gelişim, Üretim Yapısı ve Sorunlarıyla Türkiye Ekonomisi, Verso Yayıncılık, Ankara.
- Keskin, E. (2000), "1999 Yılında Türk Bankacılık Sistemindeki Gelişmeler", Bankacılar Dergisi, sayı:33.
- Kiyotaki, N. and J. Moore, "Financial Deepening", April-May 2005  
<http://www.princeton.edu/~kiyotaki/papers/Financial-Deepening.pdf>, Erişim tarihi 12 Mayıs 2011.
- Knight, M. (1998), Developing Countries and the Globalization of Financial Markets, IMF Working Paper, No: 98-105.
- Kotz, D. M. (2008), "Neoliberalism and Financialization" Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, March 29, U.S.A.

- Kovancılar, B. ve M. Minyat (2004), Globalleşen Dünyada Türkiye'nin Yeri. İstanbul Kadir Has Üniversitesi Yayınları.
- Krippner, G. (2005), "The financialization of the American economy" *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Krugman, P. (1999), The Return of Economic Depression, *Foreign Affairs*, Vol: 78, No:1.
- Landreth, H. ve D.C. Colander (2003), *History of Economic Thought*, Fourth Edition, Houghton Mifflin Company.
- Lapavitsas, C. (2007), *Neoliberal Dönemde Anayolcu İktisat Kuramı, Neoliberalizm*, (Haz. A.S. Filho-D.Johnson), İstanbul, Yordam Kitap.
- Lapavitsas, C. (2009), *Financialisation Embroils Developing Countries*, Discussion Paper no 14, August 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file53083.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file53083.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Lapavitsas, C. (2009), *Financialisation, or Search for Profits in the Sphere of Circulation*, Discussion Paper no:10, 11 May 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51263.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51263.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Lapavitsas, C. (2009), *Financialised Capitalism: Crises and Financial Expropriation*, Discussion Paper no:1, Department of Economics, School of Oriental and African Studies, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47508.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47508.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Lapavitsas, C. (2009), *Systemic Failure of Private Banking: A case for Public Banks*, Discussion Paper no:13, 1 August 2009, Department of Economics, School of Oriental and African Studies [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file52844.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file52844.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Lind, J. (2006), "The Ghent System in the Nordic Countries- Still a Vehicle for Trade Unions to Recruit Members?", *Industrial Relations in Europe Conference (IREC). The Future of Social Models*.(Ed. M. Stanojević ve J.N. Bergoç). Conference Proceedings, University of Ljubljana.
- Lipietz, A. (1992), *Towards a New Economic Order: Post-Fordism, Ecology and Democracy* (Çev. M. Slater), Oxford University Press, New York.
- Luxemburg, R. (1913), *Sermaye Birikimi*, çev.Tayfun Ertan, Belge Yayınları, İkinci Baskı 2004, İstanbul.

- Magdoff, H. (1967), Monopoly Capital (review), Economic Development and Cultural Change, C. 16, S.1, October.
- Magdoff, H. (2006), Sömürgecilikten Günümüze Emperyalizm, (Çev.) Erdoğan Usta, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- Malerba, F. (2004), “Sectoral system of Innovation Basic Concepts” in Malerba Franco (Ed) Sectoral System of Innovation: Concepts Issues and Analyses Six Major Sector in Europe, Cambridge Univ. Press, UK.
- Marx, K. (1867), Kapital Cilt I, çev. Alaattin Bilgi, Sol Yayınları, Dokuzuncu Baskı, Ocak 2009, Ankara.
- Marx, K. (1885), Kapital Cilt II, çev. Alaattin Bilgi, Sol Yayınları, Yedinci Baskı, Şubat 2009, Ankara.
- Marx, K. (1894), Kapital Cilt III, çev. Alaattin Bilgi, Sol Yayınları, Altıncı Baskı, Şubat 2009, Ankara.
- McKinnon, I. R. (1998), International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks, Satnford University, Department of Economics, Working Papers, No. 98004, Februrary.
- McKinnon, I. R. and H. Pill (1997), “Credible Economic Liberalizations and Overborrowing” American Economic Review, Vol. 87 No.2, May.
- McKinnon, R. I. and H. Pill (1999), “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing” Oxford Rewiev of Economic Policy, Vol. 15 No.3.
- McKinnon, R. I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Washington D. C.: The Brooking Institution.
- McKinsey & Company, <http://www.mckinsey.com/> 2008: 9, Erişim tarihi 22 Şubat 2011.
- Mertron, R. and B. Zvi. (1995), A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, The Global Financial System: A Functional Perspective, (edt.) Crane B. Dwight, Boston M.A.: Harvard Business Scholl Press.
- Minsky, P. H. (1982), The Financial- Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy, Financial Crises: Theory, History and Policy, (edt.) Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press.

- Mishra, P. K, Financial Innovation In Emerging possible benefits and risks, Erişim tarihi 3 Eylül 2008, <http://ssrn.com/abstract=1262650>.
- Neal, L. (1993), The Rise of Financial Capitalism, Cambridge University Press, New York, 1993, s.2-5.
- O'Connell, A. (2005), "The Argentine financial crisis,'in" G. Epstein (ed.), Financialization and the World Economy, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA:Edward Elgar, pp. 289–313.
- Onaran, Ö. Stockhammer, E. Graftl, L. (2010), "Financialization, income distribution and aggregate demand in the USA", Middlesex University Business School, Department of Economics and Statistics, Discussion Paper no. 136, March, London, UK.
- Ongun, T. (1993), Finansal Globalleşme, Ekonomik Yaklaşım, 4 (9), 35-46.
- Orhangazi, Ö. (2008), "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector, A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003", Cambridge Journal of Economics, Advance Access Published on April 9, 2008, 32: 3
- Orhangazi, Ö. (2007), "Financialization And Macroeconomic Fragility" "Rebellious Macroeconomics: Marx, Keynes & Crotty - A Conference In Honor Of Jim Crotty's Contributions To Political Economy"ye Sunulan Tebliğ, October 19-20, University Of Massachusetts Amherst.
- Orhangazi, Ö. (2008), "Financialization and Capital Accumulation In The Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical And Empirical Investigation On The US Economy, 1973-2004" Cambridge Journal Of Economics, Advance Access, <http://10.1093/Cje/Ben009> Erişim tarihi 15Aralık 2009.
- Orhangazi, Ö. (2008), "Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya, İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış", ODTÜ Gelişme Dergisi, C.35, S.1, s.133-160.
- Öçal, T., Ö. F. Çolak (1999), Finansal Sistem ve Bankalar, Nobel Yayın Dağıtım, Yayın No: 131, Ankara, s. 272.
- Ömer, D. ve C. Yılmaz (2003), "Değışimin Yönetimi İçin Yönetimde Değışim", T.C. Başbakanlık, Ankara, Ekim, s.32-62.

- Öniş, Z. (1999), “The State and Economic Development in Contemporary Turkey: Etatism to Neo-Liberalism and Beyond”, State and Market: The Political Economy of Turkey in Comparative Perspective, Edtr. Z. Öniş, Boğaziçi University Presi, İstanbul, ss.455-476.
- Özer, M. (2003), “Financial Liberalization in Turkey During Period 1980-2000”, Journal of Economic Cooperation, No. 24.
- Öztürk, M, B., K. Demirgüneş, “Kurumsal Yönetim bakış açısıyla entellektüel sermaye”  
[http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos\\_mak/makaleler/Mutlu%20Başaran%20ÖZTÜRK%20-%20Kartal%20DEMİRGÜNEŞ/ÖZTÜRK,%20MUTLU%20VD..pdf](http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Mutlu%20Başaran%20ÖZTÜRK%20-%20Kartal%20DEMİRGÜNEŞ/ÖZTÜRK,%20MUTLU%20VD..pdf)
- Painceira, P. J. (2009), Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Discussion Paper no 4, Department of Economics, School of Oriental and African Studies, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47511.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47511.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Palley, T. I. (2007), Financialization: What it is and Why it Matters, Political Economy Research Institute, Working Paper Series, Number 153. [www.peri.umass.edu](http://www.peri.umass.edu)
- Papadatos, D. (2009), Central Banking in Contemporary Capitalism: Inflation Targeting and Financial Crises, Discussion Paper no 5, Department of Economics, School of Oriental and African Studies, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47513.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47513.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010
- Parasız, İ. (1995), Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Parasız, İ. (1998), 75 Yılda Paranın Serüveni, Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi, Tarih Vakfı Yayınları, Kasım, İstanbul.
- Parasız, İ. (2000), Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, 7. Baskı, Ocak.
- Parasız, İ. (2001), Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Ezgi Kitabevi, Mart, Bursa.
- Paulre, B. (2010), Crisis In The Global Economy, Financial Markets, Social Struggles, and New Political Scenarios, USA



- Rittenberg, L. (1991), "Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey", The Journal of Development Studies, Vol. 27, No. 2, January.
- Robertson, R. (1995), Globalization: Social Theory and Global Culture, London, Sage Publications.
- Rodrik, D. (1990), "Premature Liberalization, Incomplete Stabilization: The Ozal Decade in Turkey", NBER Working Paper No. 3300, March p.4-8.
- Roiser, B. (1994), İktisadi Kriz Kuramları, çev. Nurhan Yentürk, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Rosanvallon, P. (2004), Refah Devletinin Krizi, (Çev. B. Şahinli), Ankara, Dost Kitabevi.
- Rusya Krizinin Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine Etkisi, Gazi Bilgin, Ekonomik araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü [www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../rusya.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../rusya.doc) Erişim tarihi 3 Mart 2011.
- Santos, dos L. P. (2009), At the heart of the Matter: Household Debt in Contemporary Banking and the International Crisis, Discussion Paper no 11, 11 May 2009, Department of Economics, School of Oriental and African Studies [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51264.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file51264.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Santos, dos L. P. (2009), On the Content of Bsnking in the Contemporary Capitalism, Discussion Paper no 3, 15 February 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47509.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file47509.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010.
- Schumpeter, J. (1934), The Theory of Economic Development, Oxford Univ. Pres. New York, 1978.
- Schumpeter, J. (1942), Kapitalizm Sosyalizm ve Demokrasi, 2.B (cev. T Akoğlu), Varlık Yay. İstanbul, 1968.
- Sennett, R. (1998), Corrasion of Character: The PErsonel Consequencences of Work In the New Capitalism, W. W. Norton and Co, New York.
- Seyidoğlu, H. (2003), Uluslararası Finans, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 4.Baskı.

- Singh, A. (2003), "Competition, corporate governance and selection in emerging markets", *Economic Journal*, 113(491), F443–F464.
- Singh, A. (1997), *Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development*, *The Economic Journal*, Vol: 107, No: 2 May.
- Skott, P. and S. Ryoo (2008), "Macroeconomic Implications of Financialization," Working Paper, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- Soros, G. (2008), *Finansal Piyasalar için Yeni Paradigmalar- Kerdi Krizi ve Anlamı*, (çev. Coşkun Üçüncü), İstanbul.
- Stearns, P. (2009), *Globalization In World History*, London, Routledge.
- Stiglitz, J.E. (2002), *Globalization and Its Discontents*, New York: Norton. Çev. Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı, Plan B, İstanbul.
- Stiglitz, J. E. (2002), *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev.) Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayıncılık.
- Stiglitz, J. E. (2002), *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev.) Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayıncılık, Ekim.
- Stiglitz, J. E. and A. Bhattacharya (1999), "The underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm", *Finance and Development*, Vol: 36, No:3 September.
- Stockhammer, E. (2009), *Determinants of Functional Income Distribution in OECD Countries*, Ver.2 September, Germany.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialization and the Slowdown Of Accumulation", *Cambridge Journal Of Economics* vol. 28 (5), pp. 719-741.
- Stockhammer, E. (2007), "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation," unpublished manuscript, Dept. of Economics, VWI, Wirtschaftsuniversitat, Wien, Austria, July 16.
- Sweezy, P. (1970), *Kapitalizm Nereye Gidiyor*, Türkçesi Aslan Başar Kafaoglu, Ağaoğlu Yayınevi.
- Sweezy, P. (1995), *Economic Reminiscences*, *Montly Review* 47, s.1. Erişim tarihi 05.07.2010.

- Sweezy, P. (1997), More (or Less) on Globalization  
<http://monthlyreview.org/1997/09/01/more-or-less-on-globalization>  
Erişim tarihi 14 Nisan 2011.
- Sweezy, P. (1997), “More (or Less) on Globalization,” Monthly Review 49, no. 4 (Eylül ), 3–4.
- Sweezy, P. (1994), The Triumph of Financial Capital Monthly Review, Haziran.
- Swoboda, A. (1999), Reforming the International Architecture, Finance and Development, Vol: 36, No: 3 September.
- Şaylan, G. (2003), Değişim, Küreselleşme ve Devletin Yeni İşlevi, Ankara, İmge Kitabevi.
- Şenses, F. (2004), “Neoliberal Küreselleşme Kalkınma İçin Bir Fırsat mı, Engel mi?”, Working Paper in Economic, METU-Economic Research Center, Ankara, August, (04/09), ss. 1–28.
- Şenses, F. (2006), Küreselleşmenin Öteki Yüzü Yoksulluk, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Taylor, L. (1997), Editorial: The Revival of the Liberal Creed-The IMF and the World Bank in a Globalized Economy, World Development, Vol:25, No:2.
- Tekelioğlu, M. (1993), “Çağdaş İktisadi Düşüncede Yol Ayrımları” Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:1 Sayı:1.
- Tekirdağ, A. (2009), Türkiye’de Bireysel Kredi Artışı ve Risk Analizi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Haziran 2009, Ankara.
- Tomlinson, J. (2004), Küreselleşme ve Kültür, (Çev. A. Eker), İstanbul, Ayrıntı Yayınları.
- Toprak, M. (1993), “1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme ve Finansal Derinleşme”, İktisat İşletme ve Finans, Şubat, s. 83, ss.18-32.
- Toprak, M. (1996), Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995, Ankara Turhan Kitabevi.
- TUİK, [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=57&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=57&ust_id=16) Erişim tarihi 2 Nisan 2011.

TÜİK, İstatistik Göstergeler 1923-2009

<http://www.tuik.gov.tr/Start.do;jsessionid=8KsQTSMcJ5f6xrBJ7vk6N122fLwVhbLjQQtKqS2TsmnyqpHvyHIT!464947223> Erişim tarihi 20 Mayıs 2011.

Tunca, Z. (1998), “ Asya Krizinde Yapısal Sorunlar”, İ.S.O Dergisi, Sayı:386, (Mayıs), s.33-34.

Turagay, R.T. (1999), “Brezilya’da Neler Oluyor?”, Dünya Gazetesi, 5 Şubat, Cuma, s.13.

Tutan, M. U. (2010), Kapitalist Üretim Sisteminde Üretim ile Tüketim Dengesizliğine Tarihsel ve Teorik Yaklaşımlar, Ege Akademik Bakış, 10 (3), 773-790.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi <http://evds.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi 2 Nisan 2011.

Uludağ, İ. (1998), “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, İ.T.O. Gazetesi, 16.10, s.4.

Uygur, E. (2001), 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler, A. Ü. Mülkiye Dergisi, Cilt: 25, Sayı: 227.

Uygur, E. (2001), Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, TEK, No: 20001-1, (Tartışma Metni), Nisan, Ankara.

Uysal, Y. ve İ. Mazgit (1995), 1995 Yılına Girenken Türkiye Ekonomisi, TÜGİK Yayınları, İzmir.

Uzunoglu S., K. Alkin ve C. F. Gürlesel (1995), Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No.6, İstanbul.

Van R. C., Üçer M. (2009), Türkiye’de Tasarruf Oranının Evrimi ve Başlıca Belirleyicileri:Doğru Politikalar İçin Çıkartılacak Dersler,Yayın No: TÜSİAD-T/2009-02 /482.

Verbeek, A. (2004), A Guide to Modern Econometrics. West Sussex: John Wiley & Sons.

Voyvoda, E. (2009), Neo-Liberal Dönüşüm, Kriz ve Emek, Eğitim Bilim Toplum Dergisi, Cilt: 7, Sayı: 27, 35-54.

Wade, R. (2007), “A New Global Financial Architecture?”, *New Left Review*, N. 46, ss. 113–129.

- Wade, H. R. (2005), “The march of neoliberalism and what to do about it,” draft paper for plenary talk at conference Beyond ‘Deregulation’: Finance in the 21st Century, University of Sussex, 26-28 May 2005.
- Whalen, J. C. (2009), A Minsky Perspective on the Global Recession of 2009, Discussion Paper no 12, Utica College, Cornell University School of Industrial and Labor Relations, 1 July 2009 [www.soas.ac.uk/rmf/papers/file52179.pdf](http://www.soas.ac.uk/rmf/papers/file52179.pdf) Erişim tarihi 4 Mayıs 2010
- Williamson, J. (2002b), “Did the Washington Consensus Fail?”, Institute for International Economics, [www.iie.com](http://www.iie.com). Erişim tarihi 12.05.2008
- Williamson, J. (2004a), “A Short History of the Washington Consensus” Conference on “From the Washington Consensus Towards a New Global Governance”, Barcelona, September 24-25, 2004, [www.iie.com](http://www.iie.com) Erişim tarihi 12.05.2008
- Williamson, J. ve M. Mahar (2002), Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, İngilizce’den Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, Eylül.
- Wolff, R., Krizler, Kapitalizmin Bir İslah Olma Aracıdır, Erişim Tarihi 15 Aralık 2010 [www.yenidendeirim.org/resimler/ekler/2d080a3e172c33f\\_ek.pdf](http://www.yenidendeirim.org/resimler/ekler/2d080a3e172c33f_ek.pdf)
- Wooldridge, J. (2001). Applications of Generalized Method of Moments Estimation. Journal of Economic Perspectives, 15, 4 Erişim: 2011 <http://www.e-jep.org/archive/1504/15040087.pdf>
- Yay T., G. G. Yay ve E. Yılmaz (haz.) (2001), Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO Yayını, Yayın No: 2001-47, İstanbul.
- Yeldan, E. Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler [www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf) Erişim tarihi 28.11.2010.
- Yeldan, E. (2001-02), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme, İstanbul, Doğu-Batı Dergisi, Kasım-Aralık-Ocak.
- Yeldan, E. (2002), “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, Praksis, Sayı: 7, Yaz, ss: 19–34.
- Yeldan, E. (2004), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İstanbul, İletişim Yayınları.

Yeldan, E. (2009), Küreleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, 14. Baskı, İstanbul.

Yücesan, Ö. G. ve A. M. Özdemir (2008), Sermayenin Adaleti: Türkiye’de Emek ve Sosyal Politika, Dipnot Yayınları: Ankara.

Zaim, O. (1995), “The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commercial Banks”, Applied Financial Economics, Vol. 5

Zamir, Y. (2006), Marx Gerçekte Ne Dedi?, Alev Yayınevi, Şubat, İstanbul

Zina, N. B. & B. Trigui, Financial Deepening in economic development: theory and lessons from Tunisia [http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/benzina\\_birmingham.pdf](http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/benzina_birmingham.pdf), Erişim tarihi 20 Haziran 2011.

1973 Petrol Krizi [http://tr.wikipedia.org/wiki/1973\\_Petrol\\_Krizi](http://tr.wikipedia.org/wiki/1973_Petrol_Krizi), Erişim Tarihi 29 Mayıs 2011.