



**T.C.
RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSALLAŞMANIN FONKSİYONEL GELİR DAĞILIMINA
ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

(Doktora Tezi)

Harun SARAÇ

**Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Emrullah ÖZDEN**

**RİZE
2024**

KABUL VE ONAY

Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında, Dr. Öğr. Üyesi Emrullah ÖZDEN danışmanlığında, Harun SARAÇ tarafından hazırlanan *Finansallaşmanın Fonksiyonel Gelir Dağılımına Etkisi: Türkiye Örneği* adlı bu tez çalışması, 21/08/2024 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliğiyle/oy çokluğuyla başarılı bulunarak jürimiz tarafından **Doktora Tezi** olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

Ünvanı, Adı SOYADI

İmza

Başkan

:

Dr. Öğr. Üyesi Emrullah ÖZDEN

Üye

:

Prof. Dr. Aylin SOYDAN

Üye

:

Doç. Dr. Haydar KARADAĞ

Üye

:

Doç. Dr. Seven ERDOĞAN

Üye

:

Dr. Öğr. Üyesi Pelin AKÇAGÜN NARİN

ETİK BEYAN

İktisat Doktora Programından mezun olmak üzere teslim ettiğim “Finansallaşmanın Fonksiyonel Gelir Dağılımına Etkisi: Türkiye Örneği” adlı tezim, bilim ve araştırma etiği prensiplerine riayet edilerek tarafımdan yazılmıştır.

Tez çalışmamda, başka kaynaklardan aktarılan bütün bilgi ve alıntılar, Enstitünüz Tez Yazım Kılavuzuna uygun olarak açıkça gösterilmiştir. Kaynağı gösterilenler dışında kalan bütün bilgiler uygun araştırma yöntemi kullanılarak tarafımdan edinilmiş ve esere bu şekilde yansıtılmıştır. Şahsıma ait olmayan hiçbir bilgi, kasıt veya kusurlar, şahsıma aitmiş gibi gösterilmemiştir. İnternet kaynakları dâhil, sahibine/kaynağına atıf yapılmaksızın hiçbir bilgi kullanılmamıştır. Aksinin ortaya çıkması halinde doğacak bütün hukuki, idari, akademik ve etik sorumluluk tarafıma ait olacaktır. Eserin tesliminden sonra herhangi bir zamanda, bilim etiğine aykırılık tespit edilmesi ve / veya eserimle ilgili intihal veya intihal şeklinde anlaşılabilecek bir durumun ortaya çıkması halinde; Üniversiteniz ve eğitim kadronuzun hiçbir şekilde sorumlu tutulmayacağını hür irademle kabul, beyan ve taahhüt ederim.

18/08/2024

Harun SARAÇ

ÖN SÖZ

Günümüzde iktisatçılar genel olarak ekonomik krizleri önceden tespit edememe ya da kronik bir sorun haline gelen gelir eşitsizliğine çözüm bulamama gibi konular üzerinden eleştirilmektedir. Bahsi geçen sorunların her birinin kendine has dinamikleri olmakla beraber doğru politika önerileri için öncelikle doğru teşhiste bulunmak gerektiğini unutmamak gerekir. Bu anlamda çağdaş kapitalizmin güncel sorunlarından biri olarak finansallaşma, sadece heterodoks iktisatçılar tarafından değil ana akım yaklaşımlarca da dikkate alınmalıdır. Zira finans kesiminin adeta kontrolden çıkışını tasvir eden bu olgu, ülke tipi ayırt etmeksizin ekonomik dengeleri yerinden oynatmaktadır. Bu çalışmada finansallaşmanın emek payına ve dolayısıyla fonksiyonel gelir dağılımına olan etkisi Türkiye özelinde analiz edilmekte ve tespit edilen sorunlara yönelik çözüm önerilerinde bulunmaktadır.

Danışman hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Emrullah ÖZDEN'e, doktora tezim boyunca gösterdiği büyük sabır ve özveri için teşekkürlerimi sunuyorum. Zorlu süreçlerde bana ışık tutarak rehberlik etmesi, her aşamada sağladığı destek ve yapıcı eleştiriler bu yolculuğu benim için anlamlı kıldı. Minnettarlığımı her daim taşıyacağım.

Almış olduğum destek ve rehberlik için, daima yanımda olan kıymetli hocalarım Doç. Dr. Seven ERDOĞAN'a ve Doç. Dr. Haydar KARADAĞ'a; sunduğu bilgiler ve yapıcı eleştirilerle çalışmamı derinleştirmemde önemli rol oynayan değerli hocalarım Sayın Prof. Dr. Aylin SOYDAN'a ve Dr. Öğr. Üyesi Pelin AKÇAGÜN NARİN'e; çalışmamın şekillenmesinde ve vücut bulmasında çok emeği olan değerli hocam Doç. Dr. Elif KARAÇİMEN'e; yardımları ve yönlendirmeleriyle çalışmama katkı sunan hocalarım Sayın Prof. Dr. Salih TÜREDİ'ye, Doç. Dr. Tunahan HACİİMAMOĞLU'na ve Doç. Dr. Ali ALTINER'e teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak özveri ve teşviki benim için büyük bir ilham kaynağı olan, sevgisi, desteği ve sabrını her zaman hissettiğim kıymetli eşim, yol arkadaşım Hanife SARAÇ'a içtenlikle teşekkür etmek istiyorum.

Harun SARAÇ

RİZE/2024

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	I
ETİK BEYAN	II
ÖN SÖZ	III
İÇİNDEKİLER	IV
ÖZET	VI
ABSTRACT.....	VII
KISALTMALAR	VIII
TABLolar LİSTESİ	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
GİRİŞ	1
1. FİNANSALLAŞMAYA GENEL BAKIŞ	7
1.1. Kavram Olarak Finansallaşma	7
1.2. Farklı İktisadi Görüşlerin Finansallaşmaya Bakışı	7
1.2.1. Neo-Klasik Yaklaşım.....	2
1.2.2. Marksist Yaklaşım.....	14
1.2.3. Post-Keynesyen Yaklaşım.....	18
1.3. Finansallaşma ve Finansal Gelişmişlik Arasındaki Fark	20
2. FİNANSALLAŞMA VE EMEK PAYI İLİŞKİSİ.....	24
2.1. Finansallaşma ve Emek Payı İlişkisine Dair Teorik Çerçeve	25
2.2. Emek Payının Düşüşü ve Artan Gelir Eşitsizliği Problemi.....	27
2.3. Finansallaşma ve Fonksiyonel Gelir Dağılımına İlişkin Literatür.....	31
2.3.1. Eşitsizlik Göstergesi Olarak Gini Katsayısını Kullanan Çalışmalar.....	33
2.3.2. Eşitsizlik Göstergesi Olarak Emek Payını Kullanan Çalışmalar.....	37
2.3.3. Türkiye’deki Finansallaşma Üzerine Gerçekleştirilen Çalışmalar.....	41
2.4. Finansallaşmanın Emek Piyasasına ve Gelir Dağılımına Yönelik Etki Kanalları.....	42
2.4.1. Hissedar Değeri Yaklaşımı (Shareholder Value).....	45
2.4.2. Ekonomik Bir Ajan Olarak Devlet Aktivitelerinin Azalması.....	47
2.4.3. Finansal Olmayan Şirketlerin Finansal Harcamaları ve Finansal Karları	49

2.4.4. Finansal Piyasalarda Balon Oluşumu ve Finansal Kriz Riski.....	50
3. TÜRKİYE’DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ....	52
3.1. Neo-Liberal Politikalara Geçiş Öncesi ve Sonrası.....	52
3.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı.....	52
3.1.2. 1980 – 2000 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı.....	58
3.1.3. 2000 – 2019 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı.....	66
3.1.3.1. 2018 Krizi	68
3.1.3.2. 2010-2019 Arası Dönemde Türkiye’de Finansallaşma Süreci	70
4. FİNANSALLAŞMA ENDEKSİNİN OLUŞTURULMASI.....	74
4.1. Literatürde Finansallaşma Göstergeleri	76
4.2. Alt Göstergelerin Seçimi	79
4.3. Temel Bileşenler Analizi	87
4.4. Finansallaşma Endeksinin Elde Edilmesi	89
5. FİNANSALLAŞMANIN FONKSİYONEL GELİR DAĞILIMINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE ZAMAN SERİSİ ANALİZİ.....	92
5.1. Ekonometrik Analizin Amacı ve Kapsamı.....	92
5.2. Ekonometrik Model, Veri Seti ve Betimleyici İstatistikler.....	92
5.2.1. Ekonometrik Model ve Veri Seti.....	93
5.2.2. Betimleyici İstatistikler	97
5.3. Ekonometrik Yöntem.....	97
5.3.1. ARDL (Auto-Regressive Distributed Lag) Sınır Testi Yaklaşımı	97
5.3.2. Fourier Toda-Yamamoto (FTY) Nedensellik Testi.....	98
5.4. Ekonometrik Analiz Sonuçları.....	100
5.4.1. Birim-Kök Test Sonuçları	100
5.4.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları	101
5.4.3. Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları	106
6. SONUÇ.....	108
KAYNAKÇA.....	112

Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

Anabilim Dalı : İktisat

Tez Türü : Doktora Tezi

Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Emrullah ÖZDEN

Hazırlayan : Harun SARAÇ

Yıl : 2024

Sayfa Sayısı: : 122

ÖZET

FINANSALLAŞMANIN FONKSİYONEL GELİR DAĞILIMINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

II. Dünya Savaşı sonrasında altın çağını yaşayan Keynesyen politikaların etkisini kaybetmeye başlamasıyla ön plana çıkan neo-liberal yaklaşım, özellikle 1980 yılı itibarıyla küreselleşen dünya ekonomilerine hızla yayılmıştır. Teknolojik gelişmelere ek olarak finansal kesimin hızla serbestleşmeye başlaması kapitalizmin bu yeni döneminde finansallaşma adı verilen bir olgunun doğmasına zemin hazırlamıştır. Gelişkin finans sisteminin önündeki engellerin büyük oranda kaldırılmasıyla güçlenen finansallaşma, heterodoks iktisatçılar tarafından dile getirilen bir kavram olarak karşımıza çıkmakta ve özellikle gelir dağılımı olmak üzere ekonomilerin makro değişkenleri üzerinde olumsuz bir etkiye sebep olmaktadır. Bu doğrultuda bu çalışmanın amacı Türkiye’de finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımı üzerindeki etkisini 1988-2019 dönemi için zaman serisi analizi ile araştırmaktır. Kurulan modelde kullanılan ve Türkiye ekonomisinin incelenen dönemdeki finansallaşma düzeyini temsil eden finansallaşma endeksi bu çalışma bünyesinde Temel Bileşenler Analizi yardımıyla özgün olarak elde edilmiştir. ARDL Sınır Testi sonuçlarına göre Türkiye’de finansallaşma, teknolojik gelişme ve dış açıklık değişkenlerinden sonra emek payının aşınmasında rol oynamakta ve fonksiyonel gelir dağılımını bozmaktadır. Diğer taraftan Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Testi sonuçları finansallaşmadan emek payına doğru nedensellik olduğunu bulgulamaktadır. Elde edilen tüm bu sonuçlar, son dönem çalışmalara konu olan emek payındaki düşüş kaynaklı gelir eşitsizliğinin irdelenmesinde finansallaşmanın da önemli bir parametre olarak dikkate alınması gerektiğine işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, emek payı, Türkiye, fonksiyonel gelir dağılımı

Recep Tayyip Erdogan University Institute of Graduate Studies

Department : Economics

Thesis Type : Ph.D. Thesis

Supervisor : Asst. Prof. Dr. Emrullah ÖZDEN

Author : Harun SARAÇ

Year : 2024

Pages : 122

ABSTRACT

THE EFFECT OF FINANCIALIZATION ON FUNCTIONAL INCOME DISTRIBUTION: THE CASE OF TÜRKİYE

The neo-liberal approach, which came to the forefront as Keynesian policies, having experienced their golden age after World War II, began to lose their influence, rapidly spread to the globalizing world economies, particularly from 1980 onward. In addition to technological advancements, the swift liberalization of the financial sector paved the way for a phenomenon known as financialization in this new era of capitalism. Financialization, which gained momentum as the barriers in front of the advanced financial system were largely removed, is a concept highlighted by heterodox economists and is said to have a negative impact on macroeconomic variables, particularly income distribution. In this context, the aim of this study is to investigate the effect of financialization on functional income distribution in Turkey for the period between 1988 and 2019 using time series analysis. The financialization index used in the model, representing the level of financialization in the Turkish economy during the analyzed period, was uniquely obtained within this study through Principal Component Analysis. According to the results of the ARDL Bounds Test, financialization in Turkey plays a role in the erosion of labor share, following technological advancement and trade openness variables, and disrupts functional income distribution. On the other hand, the results of the Fourier Toda-Yamamoto Causality Test indicate a causality from financialization to labor share. All these findings suggest that financialization should be considered an important parameter in examining income inequality due to the recent decline in labor share, which has been the subject of contemporary studies.

Keywords: Financialization, wage share, Türkiye, functional income distribution

KISALTMALAR

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:	Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi
AMECO	:	Avrupa Komisyonu Yıllık Makro-Ekonomik Veri Tabanı
ARDL	:	Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi
AR-GE	:	Araştırma Geliştirme
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BIS	:	Uluslararası Ödemeler Bankası
BM	:	Birleşmiş Milletler
CDS	:	Kredi Temerrüt Takası (Risk Primi)
FDI	:	Finansal Gelişme Endeksi
FTY	:	Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Testi
GEGP	:	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYH (GDP)	:	Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (Gross Domestic Product)
ILO	:	Uluslararası Çalışma Örgütü
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KPSS	:	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Birim Kök Testi
NFC	:	Finansal Olmayan Şirketler
OECD	:	Ekonomik Kalkınma ve İş birliği Örgütü
OLS	:	Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi
PCA	:	Temel Bileşenler Analizi
PC	:	Temel Bileşen
TBB	:	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	:	Tasarruf Mevduatı ve Sigorta Fonu
UNCTAD	:	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
Vb.	:	Ve benzeri
Vd.	:	Ve diğerleri

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1. 1980 - 1994 arası finansal serbestleşme uygulamaları	59
Tablo 2. Finansallaşma boyutları ve göstergeleri	78
Tablo 3. Finansallaşma endeksini oluşturan alt bileşenler	80
Tablo 4. Alt değişkenlerin betimleyici istatistikleri	81
Tablo 5. Alt değişkenlerin korelasyon matrisi	89
Tablo 6. Bileşenlerin eigen değerleri	90
Tablo 7. Bileşenlerin eigen vektörleri	90
Tablo 8. Değişkenlerin tanımı ve kaynakları	93
Tablo 9. Modeldeki değişkenlere ait betimleyici istatistikler	97
Tablo 10. Serilerin düzey değerleri için birim-kök testi sonuçları	100
Tablo 11. Serilerin birinci farkları için birim-kök testi sonuçları	101
Tablo 12. ARDL(3,4,3,4,4) model tahmin sonuçları	102
Tablo 13. Sınır testi sonuçları	104
Tablo 14. Uzun dönem tahmin sonuçları	104
Tablo 15. Kısa dönem tahmin sonuçları	105
Tablo 16. t sınır testi sonuçları	106
Tablo 17. Fourier toda-yamamoto nedensellik test sonuçları	107

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Finansal sistemde fon akışı.....	12
Şekil 2. Finansallaşma ve gelir dağılımı şeması.....	27
Şekil 3. Gelişmiş ülkelerde emek verimliliği ve reel ücret endeksi	29
Şekil 4. 2001 şubat krizi süreci.....	67
Şekil 5. 2010-2019 döneminde Türkiye’de hanehalkı yükümlülükleri.....	70
Şekil 6. 2010-2019 döneminde Türkiye’de NFC yükümlülükleri.....	71
Şekil 7. 2010-2019 döneminde Türkiye’de Devlet yükümlülükleri.....	72
Şekil 8. 1988-2019 dönemi Türkiye’de hanehalkı finansallaşması.....	82
Şekil 9. 1988-2019 dönemi Türkiye’de devletin finansallaşması	83
Şekil 10. 1988-2019 dönemi Türkiye’de NFC finansallaşması	84
Şekil 11. 1988-2019 dönemi Türkiye’de finansal kesimin finansallaşması.....	85
Şekil 12. Dünya Geneline Borsa Kapitalizasyonu (% GSYH).....	86
Şekil 13. Türkiye ekonomisi için elde edilen finansallaşma endeksi	91
Şekil 14. Türkiye’nin GSYH içerisindeki düzeltilmiş emek payı oranı.....	94
Şekil 15. CUSUM ve CUSUMSQ grafikleri.....	103

GİRİŞ

Günümüzde finansal kesim, ekonomik düzen içerisinde önemi gittikçe aratan bir role sahiptir. Finansal çeşitliliğin getirdiği imkânlar, dünyanın diğer ucundaki piyasalardan dahi rahatlıkla işlem yapılabilecek seviyede sağlanan finansal serbestlik ve teknolojinin sağladığı kolaylıklar şüphesiz bu durumun ortaya çıkmasındaki en önemli gerekçelerdir.

Literatürdeki birçok çalışmada finansal gelişme ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için gerekli faktörlerden biri olarak nitelendirilmektedir. Özellikle neo-klasik yaklaşımın bir yansıması olan bu görüşe göre finansal kesimin gelişmesi ile beraber yatırım için gerekli olan fonlara ulaşım daha kolay hale gelmiştir. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve şirketlerin bankacılık sistemi haricinde ihtiyacı olan fonları finanse edebilme imkânı bulmasıyla finansman yöntemleri de çeşitlilik kazanmıştır. Örneğin şirketler hisse senedi ihraç etme yoluna giderek finans piyasalarına dâhil olup sermayelerini artırabilme imkânına erişmişlerdir.

Finans sektörünün ekonomideki rolünün ve gücünün önemli ölçüde arttığı durumu ifade eden bir olgu olarak finansallaşma, 1980'lerden sonra etkisi hissedilmeye başladığı ve modern kapitalizmdeki en önemli değişikliklerden biri olduğu için son zamanlarda sıkça kullanılan bir kavram haline gelmiştir (Epstein, 2005). Özellikle heteredoks makro-iktisat geleneğindeki birçok çalışma, finansallaşmanın gelişimine ciddi bir ilgi göstermiştir. Her ne kadar tanımı üzerinde bir fikir birliği sağlanamamış olsa da finansallaşmanın istikrarlı ekonomik büyüme ve gelir dağılımı üzerindeki olumsuz etkilerine yönelik çalışmalar bulunmaktadır (Krippner, 2005; Pollin, 2007; Lapavitsas, 2011; Hein, 2015). Fikir birliğinin olduğu nokta, finansal gelişmelerin adeta kontrolden çıktığı bir aşamayı temsil eden finansallaşmanın ekonominin temel mekanizmalarına zarar vermeye başlamasıdır.

Tüm bunların yanında finans sisteminin reel üretim olarak ifade edilen ekonominin esas tarafını gölgede bırakacak seviyede bir büyüklüğe ulaşması, kısa dönemli spekülâtif kazanç elde etmenin kolaylığı, ve bu sayede manipülasyonlara açık yapısı, krizlere sebep olabilme potansiyeli ve finans dışı kurum, kuruluş ve hanehalkının olması gerekenden daha fazla bu sisteme dâhil olması gibi gelişmeler

finansallaşma olgusunun daha fazla dile getirilmesine ve bu yönde detaylı bir literatürün oluşmasına sebep olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde belli bir süre altın çağını yaşayan Keynesyen iktisadi sistemin kontrolünde olan finansal yapı, devlet düzenlemeleri ile kontrol altında tutulabilen bir yapıya sahipken, 1980 sonrası dönemde liberal politikaların hız kazanması ve finansal serbestleşmenin önünün açılmasıyla beraber hızla büyüyen, düzenlemelerden ve denetlemelerden muaf bir konuma gelmiştir. Hem gelişmiş ülkelerin hem de gelişmekte olan ülkelerin zaman içerisinde dâhil olmak zorunda kaldığı bu finansal serbestleşme süreci, yapıları itibarıyla ülke ekonomilerini farklı şekillerde etkilemektedir. Bu gelişmeler içerisinde belki de en çok dikkat çeken konu dışa bağımlılıkları gittikçe artan gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldıkları finansal tabanlı krizlerin kronik hale gelmesidir.

2008 yılında yaşanan küresel krizin finansal yapının en gelişkin olduğu bir ekonomik düzen içerisinde gerçekleşmiş olması, finansal piyasaların reel ekonomi içerisindeki rolüne yönelik bazı soru işaretleri doğmasına sebep olmuştur (Beck vd., 2014; Law ve Singh, 2014). ABD'nin finans sistemi normalde finansal gelişmenin geleneksel tanımına göre faaliyetlerini sürdürmektedir. Sistem, ekonominin geri kalanının elinde bulundurduğu tasarrufları mobilize etmek üzerine kuruludur. Fonlar ayrıca, teminatlandırılmış borç yükümlülüğü veya kredi temerrüt takası (Credit Default Swap) gibi yeni finansal türevler icat edilerek en yüksek beklenen getiri ve çeşitlendirilmiş riske göre tahsis edilir. Bununla birlikte, finansal yeniliklerle birlikte gelen bu unsurlar zaman içerisinde bir konut piyasası balonuna ve devamında da büyük bir finansal çöküşe katkıda bulunmuştur (Shin ve Lee, 2019: 3). Bu gelişmelerle birlikte finans kesiminin bu ani yükselişi ve kontrolden çıkma potansiyelini ifade etmek üzere araştırmacılar finansallaşma kavramına başvurarak, bu durumu geleneksel finansal gelişmeden ayrı bir yere koymuştur. Bu haliyle finansallaşma ekonomi üzerinde ciddi negatif dışsallıklar doğuran, makro-ekonomik göstergeleri olumsuz etkileyen bir fenomen olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özellikle Post-Keynesyen ve Marksist yaklaşımın politik iktisadi bakış açısıyla değerlendirdiği gelir eşitsizliği konusu günümüzde en fazla konuşulan ve üzerinde araştırma yapılan alanların başında gelmektedir. Gelir eşitsizliğine sebep olan faktörlerin anlaşılması ve bunlara yönelik çözüm odaklı politikaların geliştirilmesi için

gösterilen çabaların da günümüzde yetersiz olduğu görülmektedir. Çünkü milli gelirin adil dağıtılamaması konusu az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmiş ülkelerde de hâlâ güncelliğini korumaktadır ve çözüme muhtaç durumdadır. Şüphesiz bu aşamada en önemli olan hususlardan biri isabetli çözüm önerilerinin sunulabilmesi için öncelikle teşhisin doğru yapılmasıdır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, gelişmiş ekonomilerin çoğunda ekonomik büyüme, Keynesçi yaklaşım veya ekonomi politikası paradigması altında gerçekleşti. Bu yaklaşım neredeyse herkese dolaylı ücret ve tüketim kapasitesi sağlayabilen önemli bir refah devletinin inşasına izin vermekle beraber; aynı zamanda üretkenlik kazançlarının işçiler ve firmalar arasında eşit dağılımına giden yolun mümkün olabileceğini gösterdi. Bu nedenle ücretliler, en azından 1970'lerin ortalarına kadar gelirlerini istikrarlı bir şekilde artırdılar (Tridico ve Pariboni, 2017: 3). Dolayısıyla, neo-liberal politikalara geçiş yapılan sürece kadar olan bu dönemde emek sermayenin gelirden aldığı payların görece adil olduğundan bahsedebiliriz. Fakat 1980'li yıllar itibarıyla neo-liberal politikalara geçiş yapılması tüm dünya genelinde büyüme oranlarının yavaşladığı, istihdamın ve emeğin zarar gördüğü bir süreci başlatmış gibi görünmektedir. Gelir dağılımında adaletin sağlanamaması ve üst, orta ve alt tabakalar arasındaki uçurumun artması bu gerçeğin yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır.

İlk olarak ABD ve İngiltere'de olmak üzere gelişmiş ülkelerde daha sonra da gelişmekte olan ülkelerde baş gösteren finansallaşma yakın dönem çalışmalarda gelir eşitsizliğine sebep olan faktörler arasında gösterilmeye başlanmıştır. Ana akım ekonomistleri dünyada azalan emek payını açıklamak için finansallaşmayı değerlendirmeye almadan yetenekleri önceleyen (skill-biased) teknik gelişmeyi küreselleşme ekseninde öne sürmektedir (Kohler vd., 2019: 948). Heterodoks yaklaşımlar ise konuyu daha geniş bir perspektiften ele alınmakta ve ilgili sürecin en önemli müsebbibi olarak finansallaşmanın sebep olduğu ve emekten sermayeye doğru gerçekleşen gelir transferi gösterilmektedir. Öyle ki finansallaşma çeşitli etki mekanizmaları üzerinden ekonominin dengesini bozmakta ve milli gelir içerisindeki emeğin payının aşınmasına sebep olmaktadır. Bu bağlamda alternatif düşünce okulları, finans ile “reel ekonomi” arasındaki ilişkinin daha karmaşık bir görünümünü ortaya koymaktadır. Politik ekonomi okulları, post-Keynesyen, kurumsal, Marksist ve düzenleme okulları gibi bazı önde gelen “heterodoks” gelenekler, ekonomide finansın

yükselişine dikkat çekerek tarihsel evrimini ve sonuçlarını ele almıştır. Birçok kişi bu yükselişe “finansallaşma” adını vermiş ve bu konu son birkaç on yılda hızla gelişen bir literatürün konusu olmuştur. Çalışmaların önemli bir bölümü gelişkin finans sektörünün gelişmiş ekonomiler üzerindeki etkisini değerlendirirken, bazıları da finansallaşmanın gelişmekte olan ve yükselen ekonomilere has özelliklerine odaklanmaktadır (Bonizzi, 2013: 84).

Türkiye de 1980’li yıllarda uygulamaya koyduğu politikalarla dünyada gerçekleşen iktisadi paradigma değişime ayak uydurmuştur. ABD ve İngiltere’nin başını çektiği neo-liberal politikalar Türkiye’de de 24 Ocak 1980 tarihinde yasalaştırılmış ve 12 Eylül darbesi ile birlikte hızlı bir şekilde uygulamaya koyulmuştur. 1980 öncesi uygulanan ithal ikameci program terk edilerek ihracat hedeflerinin belirlendiği ve dünya ile bütünleşilen bir süreç başlamıştır. Dolayısıyla diğer ülke ekonomileri ile birlikte Türkiye de köklü bir değişim geçirerek neo-liberalizmin, küreselleşmenin ve daha sonra da finansallaşmanın hüküm sürdüğü bir döneme giriş yapmıştır. Bununla birlikte değişim öncesi içe kapalı bir ekonomik modeli benimseyen Türkiye, dünyaya entegre olmanın bir sonucu olarak 1994 yılında, 2000 ve 2001 yıllarında da kendine has ekonomik krizleri tecrübe etmiştir. ABD’deki finans sektöründe 2008 yılında çıkan global kriz de Türkiye ekonomisini etkilemiştir. Türkiye, ilerleyen bölümlerde detaylı bir şekilde anlatılacak olan finansallaşma sürecini kendine has bir şekilde tecrübe etmiş ve finansallaşmanın ülke ekonomisine olan etkileri verilere yansımıştır.

Mevcut literatürden hareketle bu çalışmada Türkiye’nin 1988-2019 yılları arasındaki verileri kullanılarak zaman serisi analizi gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişken olarak milli gelir içerisindeki emek payını gösteren düzeltilmiş emek payı, esas bağımsız değişken olarak finansallaşma endeksi ve kontrol değişkenler olarak da büyüme, teknoloji ve küreselleşmeyi temsilen ticari açıklık olmak üzere üç değişken modele dâhil edilmiştir. Kurulan model üzerinden ARDL eş-bütünleşme yaklaşımı vasıtasıyla finansallaşmanın emek payı ve fonksiyonel gelir dağılımı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Ayrıca uygulanan Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testi ile değişkenler arasındaki muhtemel nedensellik test edilmektedir. Bu sayede ilgili dönemde Türkiye’de gelir eşitsizliğinin belirleyicisi olarak hangi değişkenlerin ön plana çıktığı da anlaşılmış olacaktır. Bu bilgiler ışığında çalışmanın hipotezi şu şekilde

ifade edilebilir: Türkiye ekonomisinde 1988-2019 döneminde finansallaşma, emek payını azaltarak fonksiyonel gelir dağılımını bozmaktadır.

Bu çalışmanın literatüre katkıları ve özgün yanları şu şekilde özetlenebilir. Öncelikle, finansallaşma olgusunu temsil etmek amacıyla dört farklı değişken kullanılarak Temel Bileşenler Analizi yardımıyla yeni bir finansallaşma endeksi geliştirilmiştir. Bu endeks, finansallaşmanın tanımı ve boyutları konusunda henüz tam bir uzlaşa sağlanamamış olmasına rağmen, literatürde farklı değişkenlerle temsil edilen bu olgunun ölçülmesine önemli bir katkı sunmaktadır. Dört ayrı alt veri seti kullanılarak oluşturulan bu endeks, finansallaşmanın doğru bir şekilde temsil edilmesi çabalarına destek sağlamakta ve Türkiye'nin son yıllarda yaşadığı finansallaşma sürecine dair önemli bilgiler sunmaktadır. Çalışmanın bir diğer katkısı ise örneklem olarak gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye'nin incelenmesidir. Finansallaşma olgusunun etkisi, çoğunlukla gelişmiş ülkeler üzerinde çalışılmış olup, gelişmekte olan ülkelere dair, özellikle de ülke bazlı incelemelerde literatür nispeten eksik kalmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik veri elde etmedeki zorluklarla da ilişkilendirilebilir. Diğer taraftan literatürde ağırlıklı olarak finansallaşma olgusu büyüme ve krizler düzleminde ele alınmaktadır. Gelir dağılımına yönelik çalışmalarda ise kişisel gelir dağılımının çoğunlukla tercih edildiği görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada finansallaşmanın emek payı üzerinden fonksiyonel gelir dağılımına olan etkisi ampirik olarak incelendiğinden çalışmanın literatürdeki boşluğun doldurulmasına hizmet etmesi beklenmektedir. Çalışmanın en önemli kısıtı ise veriye ulaşım ile alakalı sorunlardan dolayı analiz döneminin 1988-2019 ile sınırlandırılmış olmasıdır. Yıllık olarak temin edilebilen veriler daha geriye ya da ileriye yönelik olarak genişletilememiştir. Bununla beraber 32 olan gözlem sayısı zaman serisi uygulanan ampirik bir çalışmada isabetli sonuçlar elde etme anlamında ekonometrik olarak yeterli görülmektedir.

Çalışma altı ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ilk olarak finansallaşma kavramı detayları ile incelenmekte ve farklı iktisadi okulların bu kavram üzerindeki görüşleri açıklanarak tartışılmaktadır. İkinci bölümde finansallaşma ve emek payı ilişkisine dair teorik çerçeve irdelenmekte ve konuyla ilgili literatür ortaya koyulmaktadır. Ayrıca hangi aktarım mekanizmaları üzerinden finansallaşmanın gelir dağılımını etkilediği açıklanmaktadır. Türkiye'de finansallaşma sürecinin doğuşu ve

gelişiminin verildiği üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinin 1980 öncesi, 1980-2000 arası ve 2000-2019 dönemindeki finansal yapısı bölümler halinde incelenmektedir. Dördüncü bölümde analizde kullanılmak üzere çalışma bünyesinde oluşturulan finansallaşma endeksinin elde edilme süreci detaylarıyla anlatılmaktadır. Ayrıca endeksin elde edilmesinde kullanılan Temel Bileşenler Analizi hakkında bilgi verilmektedir. Ekonometrik analizin gerçekleştirildiği beşinci bölümde ilk olarak veri seti, model ve yöntem tanıtılmakta, sonrasında ise analizden elde edilen bulgular raporlanmaktadır. Altıncı bölüm olan sonuç kısmında da sonuçlara dair genel bir değerlendirme yapılmakta ve analizden elde edilen bulgular doğrultusunda politika önerilerinde bulunmaktadır.



1. FİNANSALLAŞMAYA GENEL BAKIŞ

Makro-ekonomik etkilerinin değerlendirilmesinden önce, finansallaşma olgusunun doğuşu ve gelişiminin doğru okunması önem arz etmektedir. Bu bağlamda ilk olarak kavramsal inceleme gerçekleştirilmekte, sonrasında farklı iktisadi ekollerin finansallaşmaya olan bakışı değerlendirilmektedir. Son olarak da kavramsal derinliğin sağlanması adına finansallaşmanın en çok karıştırıldığı ya da karşılaştırıldığı finansal gelişme ile olan farkları üzerinden bir tartışma gerçekleştirilmektedir.

1.1. Kavram Olarak Finansallaşma

Adı daha sonra konulacak olsa da 1980’ler itibarıyla finansal piyasaların daha aktif role sahip olması ile beraber, finansal piyasaların ekonomiyi adeta yönlendirir konuma gelmesini, finansal kurumların ve faaliyetlerin belirleyici bir rol üstlenmesini ifade eden “finansallaşma”, literatürde kendine daha sık yer bulmaya başlamıştır. Finansallaşma, özellikle heterodoks okulların temsilcileri tarafından küreselleşme ve neo-liberalizm ile birlikte çağdaş kapitalizmin sorunlarının açıklanmasında en çok başvurulan kavramlardan birisi haline gelmiştir.

II. Dünya Savaşı sonrası dönem küresel seviyede ekonomik düzenin kırılmalar yaşadığı bir süreci yansıtmaktadır. Görece kısa bir süreliğine de olsa başarılı olan Keynesyen politikalar iktisadi problemlerin çözümünde yetersiz kalmaya başlamış ve 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizler köklü değişiklikleri beraberinde getirmiştir. Bu çarpıcı dönüşümle birlikte önceden ekonomiye yön veren devletlerin etkinliği azaltılarak piyasa unsurları ön plana çıkarılmıştır. Ekonomik sistematüğün piyasa mekanizmalarına emanet edilmesi ve tekrar yüceltilen serbest piyasa modeli ülkelerin uluslararası bazda entegrasyonuna giden yolu açmıştır. “Küreselleşme” söyleminin giderek güç kazanmasıyla birlikte ülke ekonomilerindeki iktisadi hareketlilik artmış, ülkelerin birbirleriyle olan ekonomik aktiviteleri de bu süreci hızlandırmıştır. Diğer taraftan uluslararası finansal işlemlerin hızlı gelişimi, üretim temelli kar mekanizmalarının cazibesini kaybetmesine sebep olarak finansal faaliyetlerin ekonomik mimarinin merkezinde konumlanmasına sebep olmuştur.

Finansal yapının ekonomik düzenle birlikte hayatın her alanına sirayet etmesi ve hatta ekonomik ilişkilerin yanında toplumsal düzende belirleyici bir unsur haline

dönüşmesi, bu yeni dönemi tanımlayan neo-liberalizm ve küreselleşme kavramlarına bir yenisini daha eklemiştir. Bu kavram “finansallaşmadır” (Epstein, 2005: 3).

Kavram olarak *finansallaşma*, ilk olarak 1993 yılında Kevin Phillips tarafından Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) finansal alanın giderek güçlenmesi ve hızla borç yükü artan Amerikan ekonomisinin zayıflamasına gerekçe olarak dile getirilmiştir (Phillips, 1993: 193). Bu anlatıda sembol isimlerden biri haline gelen Thomas Palley ise bu kavramı “Finansallaşma, finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal seçkinlerin, ekonomi politikası ve ekonomik sonuçlar üzerindeki tesir alanının genişlediği bir süreçtir.” şeklinde tanımlamıştır (Palley, 2007: 2). Gerald F. Davis ve Suntae Kim’in ifadesiyle “Finansallaşma; finansın, finans piyasalarının ve ekonomik dinamiklerin işleyişinde finansal kurumların artan rolüne gönderme yapmaktadır” (Davis ve Kim, 2015: 1). Araştırmacıların ilgili kavrama yönelik yaklaşım farklıları ile birlikte tanımlar çeşitlilik kazansa da genel olarak finans kesiminin eskiye oranla artan ağırlığı ve ekonomik düzen içerisinde belirginleşen rolü ortak olarak vurgulanmaktadır. Şüphesiz bu dönem bir kırılma noktasını ifade etse de finansal kesim eskiden beri bir gelişim içindeydi. Fakat neo-liberalizmin yükselişi, tıkanan ekonomik mekanizmaların sermaye birikimini finans yoluyla gerçekleştirme eğilimine girmesi ve teknolojik gelişmelerle birlikte finansal mimari yeni bir hüviyete bürünecekti.

John Bellamy Foster (2011) ilgili kavramla alakalı olarak, “Finansallaşma, kapitalist sistemin merkezinde üretimden finansa doğru uzun soluklu bir kayma olarak tanımlanabilir.” şeklinde bir açıklama yaparken, Erinç Yeldan (2013): “Finansallaşma ya da finansal sektörde yatırımların yoğunlaşması süreci özü itibarıyla daha önceden yaratılmış olan değer, yeniden değerlendirilmesi olgusunu ifade etmektedir.” yorumunu yapar. Yeldan, finansallaşmaya dair başka bir değerlendirmesinde süreçte yaratılan finansal karın, yaratılmış herhangi bir değer olarak kabul edilemeyeceğini vurgulamaktadır (Yeldan, 2013: 99). Genel olarak değerlendirildiğinde özellikle “finansallaşma” kavramının kullanımının eleştirel bir bakış açısını yansıttığı ifade edilebilir.

Akyüz (2018), finansallaşmayı finansın ekonomideki boyutunun, kapsamının ve etkisinin önemli ölçüde artması olarak açıklamaktadır. Gayri safi yurt içi hasıladaki (GSYH) ücretlerin payının azalması ve servet ile varlık gelirinin çok küçük bir

azınlığın elinde toplanması, yetersiz tüketim ve yapısal talep açığı finansallaşmanın sebep olduğu olumsuz gelişmelerdir. Ana akım iktisat bu gelişmeleri "aşırı tasarruf" olarak tanımlayarak adeta geçiştirmektedir. Dolayısıyla, gelir ve servet dağılımındaki bu eğilimler, eşitsizliğin sadece bir sosyal sorun olmadığını, aynı zamanda giderek artan bir makro-ekonomik sorun haline geldiğini göstermektedir. Finansallaşma, gelir ve servetin yoğunlaşmasında önemli bir rol oynamaktadır. Büyümeyi yeniden canlandırmak için yaratılan finansal patlama-durgunluk döngüleri, yukarıya doğru gelir dağılımını genişleterek ve yapısal talep açığını derinleştirerek ekonomik durgunluk sorununu daha da kötüleştirmekte, arz tarafında israf ve bozulmalar yaratarak potansiyel büyümeyi azaltmaktadır (Akyüz, 2018: 431).

Finansallaşma süreci, sadece ekonomik alanda kalmamış, sosyal ve siyasal boyutlarda da önemli etkiler yaratarak, toplumu ve siyaseti de etkilemiş ve dönüştürmüştür. Bu süreç, iktisadın sınırlarını aşarak, toplumsal ve siyasal yapıların şekillenmesinde de rol oynamıştır (Haiven, 2016: 11). Öte yandan, Max Haiven'a göre, finansal sistemin temel işlevlerinden biri krizlere eğilimli olmasıdır. Haiven'e göre finans, esasen gelecekteki olası risklerin bugünün bir değeri olarak alınıp satılmasını mümkün kılar, bu da onu istikrarsız hale getirir. Geleceğe dair belirsizlikler ve finansal spekülasyonlar, bu istikrarsızlığın temellerini oluşturur (Haiven, 2016: 162). Bu yönüyle finansallaşma özellikle heterodoks yaklaşımlarca 2008 global krizi gibi çalkantıların baş müsebbibi olarak değerlendirilmektedir.

Bununla birlikte finansallaşma, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik düzenlerini belirleyen kendilerine özgü sosyal, tarihsel ve siyasi faktörlerin değerlendirilmesine ve anlaşılmasına yönelik fikir edinilmesine de yardımcı olabilir. Bunun gerçekleşebilmesi için ilgili ülkenin dünya ekonomisine eklemlenme biçimindeki değişimlerin ve kendi iç dinamikleri gereğince finansal ve finansal olmayan sektörlerinde meydana gelen transformasyonların doğru bir şekilde okunması gerekmektedir (Karaçimen, 2014: 2). Yani bir ülkenin finansallaşma sürecinde yaşadığı tecrübenin gelişimi, şekillenmesi ve izlediği yol o ülkenin ekonomik düzenini belirleyen iç dinamikleri hakkında da fikir verecektir.

Geleneksel iktisadi doktrinler yukarıda bahsi geçen gelişmeleri değerlendirirken “finansallaşma” terimini kullanmamaktadır. Onlara göre finans kesimi, reel üretim için gerekli olan fon takviyesini sağlayan ve işletmelerin

karlılıklarını artıracakları bir alan olarak değerlendirildiğinden finansal aktivitelerin artışı ya da finansal kesimde yaşanan gelişmeler ekonomik düzen içerisinde oldukça faydalı bir role sahiptir.

Finansallaşma olgusunun ortaya çıkışı ile alakalı olarak keskin bir tarih belirlemek kolay değildir. Örneğin; Finansallaşma, Ekonomi, Toplum ve Sürdürülebilir Kalkınma (FESSUD)¹ projesi, finansallaşma çağından bahsederken mevcut finansallaşma biçimlerinin 1980 civarında (ya da biraz daha önce) ortaya çıkmaya başladığını ima eder. Bu tarih, genellikle neo-liberal dönemin ve küreselleşmenin başlangıcı olarak kabul edilen tarihle büyük ölçüde örtüşmektedir. Ancak bu, finansallaşmanın başlangıcı olarak değil, finansallaşma süreçlerinin önceki süreçlerin bazı unsurlarını devam ettirdiği (örneğin, finansal işlemlerin hacmindeki artış), bazı önceki süreçlerin hızlandığı (örneğin, muhtemelen deregülasyon) ve bazı yeni özelliklerin ortaya çıktığı (örneğin, menkul kıymetleştirme) bir dönemin başlangıcı olarak görülmelidir. Bu nedenle, finansallaşmanın farklı dönemleri, farklı yoğunlukları ve farklı biçimlerinden bahsetmek faydalı olacaktır (Sawyer, 2014: 7). Dolayısıyla genellikle bir kırılma noktası imasıyla neo-liberalizmin başlangıcı ile vücut bulduğu ifade edilen finansallaşma olgusunun gelişimindeki tarihi altyapıyı dikkatli okumak gerekir.

1.2. Farklı İktisadi Ekollerin Finansallaşmaya Bakışı

Marksist bakış açısı, Post-Keynesyen görüş ve günümüz iktisadi anlayışını temsil eden Neo-klasik iktisadi ekolün finansallaşma kavramına yönelik yaklaşımları bu bölümde ele alınmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilk ikisi finansallaşma olgusunun kritiğine odaklanarak olumsuz yönlerini ve ekonomik düzenin bozulmasına sebep olan taraflarını incelemektedir. Diğer yandan neo-klasik yaklaşımda finansallaşma kavramı kullanımı yaygın değildir. Bu akımın değerlendirmeleri incelenirken finansal kesimin

¹ Tam adıyla "Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development" (Finansallaşma, Ekonomi, Toplum ve Sürdürülebilir Kalkınma) olan FESSUD, Avrupa Birliği'nin 7. Çerçeve Programı (FP7) kapsamında finanse edilen çok disiplinli bir araştırma projesidir. Bu proje, finansallaşmanın ekonomi, toplum ve sürdürülebilir kalkınma üzerindeki etkilerini araştırmayı amaçlamaktadır. Proje, 2011 yılında başlamış ve farklı üniversiteler ve araştırma merkezlerinden akademisyenleri bir araya getirerek finansal krizlerin ve finansal sistemlerin etkilerini derinlemesine incelemeyi hedeflemiştir.

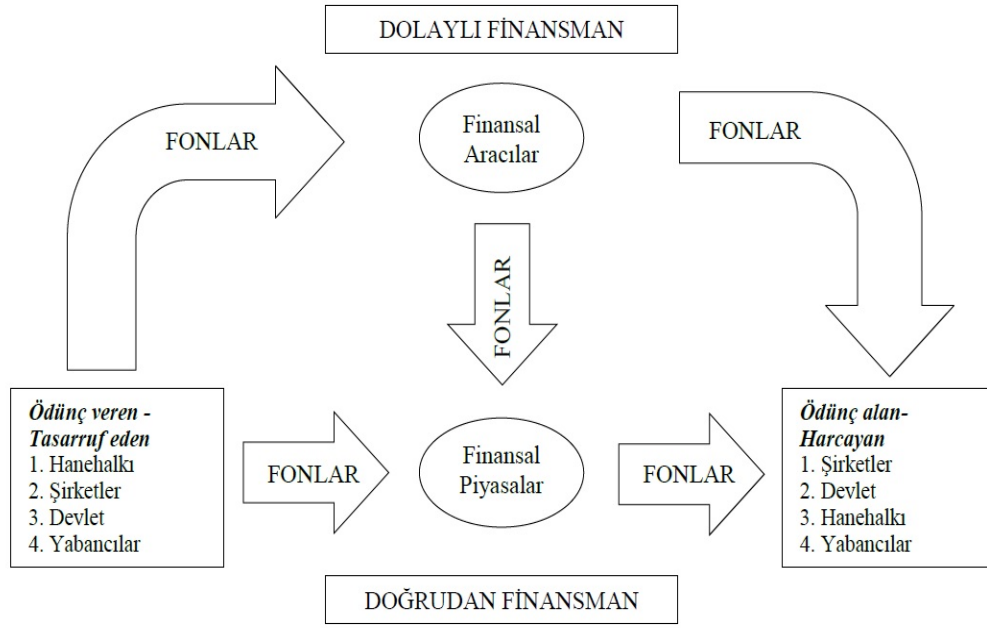
neo-liberal düzen içerisindeki yeri ve bu akımın temsilcilerinin gelişkin finans sistemine bakış açılarından hareket edilmektedir.

1.2.1. Neo-Klasik Yaklaşım

İktisadi literatürde ana akım görüşü temsil eden Neo-Klasik Okulun “finansallaşma” kavramını direkt olarak tercih etmemesinin sebebi, tanımını itibarıyla bu kavramın bir eleştiri barındırmasıdır. Dolayısıyla finans sisteminin ve bu sistemdeki değişim ve gelişmelerin değerlendirilmesi bağlamında neo-klasiklerin ve heterodoks okulların çoğunlukla birbirine zıt yaklaşımlar benimsediğini ifade etmek gerekir.

Teoride finansal piyasaların öncelikli görevi, gelirlerinin önemli bir kısmını harcamak yerine tasarrufa yönelen iktisadi birimlerden (hanehalkı, firma ve devlet), gelirlerinden daha fazla harcamada bulunan ve dolayısıyla fon ihtiyacı bulunan iktisadi birimlere fon transferinin gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Bu bağlamda finansal sektörün temel fonksiyonları şu şekilde ifade edilebilir: Ekonomik aktivitelerde değiş tokuşları kolaylaştırması, kaynakların etkin dağılımını sağlaması, tasarrufların dağılım optimizasyonunu gerçekleştirme ve risk yönetimini kolaylaştırma (Mishkin, 2011: 23). Neo-klasiklerce teoride ifade edilen yönleriyle ön plana çıkarılan finansal kesim ve dolaylı olarak bu kesimdeki gelişmelerin ekonomiye olumlu yansıtacağı ifade edilmektedir.

Finansal piyasalarda mevduat, bono, hisse senedi ve döviz gibi likidite oranı yüksek finansal ürünler alınıp satılmaktadır. Bu piyasalar, birincil ve ikincil piyasa olarak düzenlenmiştir ve kendi özel yapılarına sahiptirler. Finans piyasaları, işlemlerin süresine göre para ve sermaye piyasaları olarak ayrılır. Kısa vadeli işlemler genellikle para piyasalarında gerçekleştirilirken, uzun vadeli işlemler sermaye piyasalarında yapılır (Savaş, 2012: 79-80). Şekil 1’de finansal düzen içerisindeki fon akışını özetleyen bir şema yer almaktadır.



Şekil 1. Finansal sistemde fon akışı

Kaynak: Mishkin, 2011: 24

Şekil 1’de görüldüğü gibi, finansal sistem içerisindeki fon akışı ödünç veren birimlerden ödünç alan birimlere doğru dolaylı ve doğrudan finansman olmak üzere iki kanal üzerinden sağlanmaktadır. Şeklin sol tarafında tasarrufta bulunarak üretim sürecinde kullanılmak üzere fon sağlayıcılar hanehalkı, şirketler, devlet ve dış âlemden oluşmaktadır. Oluşturulan bu fonları değerlendirmek üzere ödünç alanlar kısmında ilk iki sırada şirketler ve devlet yer almaktadır. Hanehalkı ve yabancılar da tasarruftan gelen fonları değerlendiren tarafta yer almaktadır.

Tasarruf edenler ve ödünç alanlar arasında aracılık görevini yürüten ve finansal piyasalar üzerinden, hisse senedi, tahvil, menkul kıymet alım-satımına aracılık eden unsurlar bu işlemlerin daha çabuk, kontrollü ve düşük maliyetli gerçekleştirilmesini de sağlamış olurlar. Bu türden bir düzen içerisinde finansal piyasalar reel üretim alanı için, yatırımlara kaynaklık edecek fonların büyük bir hızla elde edildiği bir sistem olarak görülmektedir. Neo-klasik anlayışa göre tasarruf eksikliğinden kaynaklı fon elde edilememesi reel üretimin önündeki en büyük engeldir ve durumun aşılmasında finansal sistem büyük bir rol oynamaktadır.

1980’lere gelindiğinde hâkimiyet kazanmaya başlayan Neo-Klasik yaklaşım, finansal anlamda globalleşmenin ortaya çıkmasında önemli bir itici güç olarak finansal liberalizasyon kavramının teorik bir çerçeve kazanmasında önemli bir role sahiptir.

(Durusoy, 2000: 18). Stanford Okulu'nun meşhur ekonomistlerinden Ronald McKinnon (1973) ve Edward Shaw (1973), Neo-Klasik yaklaşım çerçevesinde teorik olarak ilk kez, birbirlerinden bağımsız olarak ve eşzamanlı bir biçimde yayımladıkları çalışmalarında finansal liberalizasyon kavramını kullanmaktadırlar. Ortaya koyulan bu çalışmalar beraber değerlendirilmeye alındığında öne çıkan politikalar, McKinnon–Shaw Hipotezi ya da finansal liberalizasyon kuramı olarak şekillenmektedir. Ortaya çıkan bu kuram Neo-Klasik Finans Teorisi'nin Gelişmekte Olan Ülkelere (GOÜ) göre düzenlenmiş bir versiyonu şeklinde de değerlendirilmektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 8). McKinnon ve Shaw Finansal Liberalizasyon Hipotezine göre, GOÜ'lerdeki finansal kısıtlardan vazgeçilmesi yoluyla tasarruflar artacak, toplam talebin kısılmasından dolayı enflasyonist baskılar azalacak, kaynakların etkin dağılımı sağlanarak ekonomik büyümede hızlanma gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca finansal araçlarının çeşitlenmesinin sağlanması finansal derinliği sağlayacak ve bu sayede finans kesiminin de seviye atlamasını sağlayacaktır (Eser, 1993: 89). Dolayısıyla McKinnon–Shaw Hipotezi, finansal liberalizasyonun tesis edilmesinde ve özellikle GOÜ'lerde uygulamaya konulmasında oldukça önemli bir rol oynamıştır.

Geleneksel iktisat yaklaşımının bir ürünü olarak ortaya çıkan “Etkin Piyasalar Hipotezi” de finansal liberalizasyonun teorik çerçevesinin tesisi aşamasında belirleyici olarak ön plana çıkmıştır. Teorik temelleri Nobel ödüllü ekonomist Eugene F. Fama'nın 1970 yılında yaptığı çalışma ile atılan “Etkin Piyasa Hipotezi” (EPH) hisse senedi ve tahviller gibi menkul kıymetlerin fiyatlarının, piyasada hali hazırda bulunan bilgiyi doğru temsil ettiğini ve bu fiyatların aşağı ya da yukarı yönlü hareketler sergilemeyeceğini ifade etmektedir.

EPH, rasyonel olarak değerlendirilen karar alıcı birimlerin, etkin kaynak dağılımını sağlayacağını ifade ederek bu bağlamda temelleri atılan teorik zeminin finansal kesime uygulanması anlamına gelmektedir. Tesis edilen bu teorik zemin 1980'li yılların başında gerçekleştirilen finansal serbestleşme hareketinin de altyapısını teşkil etmektedir (Savaş, 2012: 83; Akçay ve Güngen, 2016: 83).

En nihayetinde etkin piyasa hipotezi ve McKinnon – Shaw hipotezleri finansal piyasanın serbestleştirilmesi anlamında büyük bir rol üstlenmişlerdir. Bu kapsamda 1980'li yıllar itibarıyla öncelikle gelişmiş ülkeler ve hemen ardından gelişmekte olan ülkeler bu sürece dâhil olmuş ve alınan kararlara uyum sağlamışlardır.

Washington’da yer alan IMF (International Monetary Found), Dünya Bankası ve ABD Hazine Bakanlığı gibi kurumlar tarafından belirlenen yapısal uyum ve istikrar programları özellikle GOÜ’lerde uygulanması beklenen politikaları ortaya koymuşlardır. “Washington Uzlaşısı” adı altında gerçekleştirilen ve ilk olarak Latin Amerika ülkeleri için oluşturulan paket sonraki aşamalarda tüm ülkelere uygulanır hale gelmiştir. Dolayısıyla kurumsal altyapısı hazırlanan ve her bir alt maddesi ile finansal serbestliği ve gelişmeyi takviye eden hazırlıklar hızla dünya ekonomilerine yayılmaya başlamıştır.

Diğer taraftan sayıları az da olsa neo-klasik görüşe yakınlığı ile bilinen bazı ekonomistler finansal sistemdeki kontrolsüzlüğün doğurabileceği risklere dikkat çekmişlerdir. Örneğin, Raghuram Rajan², finansal gelişmenin sınırsız büyümeye yol açmayacağını ve kontrol edilmezse krizler yaratabileceğini savunmuştur (Rajan, 2005). Ancak bu eleştiriler genellikle sistemik bir eleştiriden çok, piyasa mekanizmalarının geçici bozulmalarına bağlanmaktadır.

1.2.2. Marksist Yaklaşım

Çağdaş finansallaşma yazınına yönelik son dönem Marksist görüşlerin ortaya koyduğu çalışmalara ve değerlendirmelere geçmeden önce Marksist iktisatçı Rudolf Hilferding tarafından 1910 yılında kaleme alınan “Finans Kapital” adlı eserden bahsetmek faydalı olacaktır. Hilferding (1981), *Finans Kapitali* banka ve sanayi sermayesi arasında oluşan yakın ilişki olarak tanımlamaktadır. Her ne kadar “finansallaşma” kavramını kullanmasa da Hilferding, kapitalist gelişimin son aşamasında, finansın üretim tarafına yönelik artan baskınlığına değindiğinden ilgili literatürde bahsedilmeyi gerekli kılmaktadır. Yazara göre banka sermayesinin, sanayi sermayesi üzerindeki ağırlığının giderek artması “finans kapitalin” doğmasına sebep olmuştur. Örneğin kartel ve tröst gibi oluşumlar bu sürecin somut bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bankaların sanayi sermayesi ile geliştirdikleri güçlü birlikteliğe dikkat çeken yazara göre tekelleşme faaliyetlerinde bankaların bu rolü de oldukça önemlidir. Yazar ayrıca, finans kapitalin kural ve fonksiyonları anlaşılmadan, günümüz ekonomik eğilimlerinin anlaşılamayacağını dolayısıyla bilimsel bir

² 2003-2006 yılları arasında IMF'nin baş ekonomisti olarak görev yapmış Hintli ekonomist. Ayrıca, 2013-2016 yılları arasında Hindistan Merkez Bankası Başkanı olarak görev yapmıştır.

iktisadın ve politikalarının ortaya koyulamayacağını altını çizmektedir (Hilferding, 1995). İlerleyen dönemde Lenin (1916), Hilferding'e de göndermelerde bulunduğu "Emperyalizm" isimli kitabında kapitalist düzenin ve sistematığın kaçınılmaz bir şekilde emperyalizm ile sonuçlanacağını iddia etmektedir. Öte yandan Hilferding'in banka sermayesi ve sanayi sermayesini farklı iki unsur olarak tanımlamasının aksine Lenin, bu iki sermayenin birbirlerinden ayrılamayacak kadar iç içe geçtiğini ifade eder. Lenin'e göre finans kapital tipi sermayenin sebep olduğu mali oligarşi sadece finans kesimine değil ekonomik düzenin geneline de yön vermektedir (Lenin, 2006). Bu yönüyle Lenin'in ortaya koyduğu kapitalizm eleştirisinin, finansallaşma adı geçmese dahi ilgili kavramın içeriğini oluşturan bir temele sahip olduğu ifade edilebilir.

Şüphesiz bu çalışmaların temelini Karl Marks'ın *Kapital* isimli eseri oluşturmaktadır. Marksist iktisadi bakış açısına göre finans sektörünün kapitalizm içerisinde artan rolü kapitalizmin içsel çelişkileri ile bağlantılıdır (Marx, 1867; Marx, 1885; Marx, 1894).

Marksist iktisatçı David Harvey finansallaşmanın kapitalist sistemin sorunlarını ve açıklarını kapatmak üzere ortaya çıkan bir düzen olduğunu ifade eder. Sistem sonraki süreçte, spekülatif kazançların ön plana çıktığı ve düzenin bu yöne doğru kaydığı bir hale doğru bir değişim geçirmiştir (Harvey, 2010: 129). Marksist bakış açısına göre, paranın borç verilebilir hale gelmesi ve faiz getirisi olan bir yapıya kavuşması, artık değer³ ortaya koymadan onu harcayanların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Diğer yandan David Harvey, bu kesimi "parazit" olarak isimlendirmiştir. Ayrıca bu grubun kapitalizm bünyesinde vücut bulmasını iki sebebe bağlamıştır (Harvey, 2015: 440-441):

- i. Dairesel hareket sergileyen sermaye, paraya özel bir rol atfederek, sermayedar bir grubun ortaya çıkmasına ön ayak olmaktadır.
- ii. Borç verilebilir olan ve faiz getirisi olan sermaye kapitalizm nezdinde kritik bir rol üstlenmektedir. Bu sayede sermaye bağımsız bir biçimde üretim sürecine dâhil olmadan mevcudiyetini devam ettirmektedir.

³ Marksizme göre "artık değer" (surplus value), kapitalist üretim sürecinde işçilerin yarattığı değer, onların ücretlerinden daha fazla olan kısmıdır.

Costas Lapavitsas, Londra Üniversitesi, Doğu ve Afrika Çalışmaları Okulu'nun (SOAS) bir temsilcisi olarak “finansallaşma” kavramı üzerine önemli çalışmalara imza atmaktadır. Lapavitsas’a göre, Dünya ekonomisi 1970’li yıllarda önemli bir transformasyona uğramış ve bu sürecin sebep olduğu üç olgu finansallaşma sürecine zemin hazırlamıştır (Lapavitsas, 2009b: 39-40):

- i. 1970’lerden 1990’ların ortasına kadar üretkenlik ve verimlilik artışı stabil kalmıştır. 1995 sonrasında da sadece ABD’de mikro işlemci teknolojisinde kritik ilerlemeler kaydedilmiştir. 2001-2007 sürecinde şişen balonla beraber üretkenlik artışı tekrar durmuştur.
- ii. Teknolojik gelişmelerin ilerlemesi ve işsizliğin artması gibi gelişmeler çalışma hayatındaki düzeni değişikliğe uğratmıştır.
- iii. Global ticarete ve üretim alanında çok uluslu şirketler başı çekmeye başlamış ve dolayısıyla üretim tekeli Batı’dan uzağa kaymıştır.

Lapavitsas, diğer araştırmacılar gibi finansallaşmanın ekonomik sistemde bir dönüşüm anlamına geldiğini vurgulamakta ve üretim odaklı ekonomik modellerin yerini finans odaklı modellere bıraktığını belirtmektedir. Ayrıca, finansallaşmanın artışıyla birlikte, şirketlerin banka kaynaklı finansmana olan bağımlılıklarının azaldığını ve özellikle gelişmiş kapitalist ülkelerde sermaye piyasalarının finansman sürecinde önemli bir rol oynadığını ifade etmektedir. Sermaye piyasalarının önemi arttıkça, menkul kıymet borsalarında işlem hacmi ve derinliğin arttığı gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, hisse senedi alım-satım hızı ve hisse senetlerinin piyasa değeri artmıştır (Orhangazi, 2008a; Lapavitsas, 2009a). Bu gelişmeler, bankaların işleyişinde önemli değişikliklere yol açmış ve hanehalkının finansmanını giderek zorlamıştır. Bireylerin finansal sektörle olan etkileşimlerinin artması, elde ettikleri gelirlerin bir bölümünün finansal sektöre kaymasına sebep olmuştur. Gelirlerde ortaya çıkan bu kayma, finansal kazançların dikkate değer bir kısmını temsil etmeye başlamıştır (Lapavitsas, 2009b: 21-22).

Lapavitsas’a göre finansallaşma kavramına tamamen patolojik bir vaka ya da anomali gözüyle bakmak oldukça yanıltıcı ve sakıncalı olacaktır. Bu kavramın olumsuz bağlamda değerlendirilmesi Marksist teorik yöntemlere göre tutarlılık arz

etse de ona sırf spekülâtif para kazanma aracı muamelesi yapmak konunun başarılı bir şekilde irdelenmesine engel teşkil edecektir. Finansallaşmanın etkileri ana hatlarıyla sebep olduğu 3 olgu üzerinden şu şekilde okunabilir (Lapavitsas, 2019a):

- 1) Finans dışı işletmeler ile bankalar arasındaki aranın daha fazla açılması ve ikisi arasındaki bağımlılığın zayıflaması.
- 2) Bankaların faaliyetlerini serbest finans piyasalarında işlem yapma ve hanehalkı ile alım satım yapmaya doğru kaydırması.
- 3) Bireyler ve hanehalkının borçlanma ve varlıkları elinde bulundurma aşamalarında finansla eskiye nazaran daha fazla içli dışlı olmasıdır.

Genel anlamda finansallaşma, dünya çapında büyüme oranlarını gerileten ve tekeldi çok uluslu şirketlerin yükselmesine ön ayak olan bir vasıta olarak kapitalist serüvenin 20.yy'daki çarpıcı bir kabuk değişimi olarak görülebilir (Lapavitsas, 2013).

Robert Brenner, finansallaşmayı kapitalizmin genel dinamikleri içinde değerlendiren önemli bir Marksist iktisatçıdır. Onun bakış açısına göre, finansallaşma, sermaye birikiminin ve kâr oranlarının düşüşü ile doğrudan ilişkilidir. Brenner, 1970'lerden itibaren, sermaye birikimindeki zorlukların ve kâr oranlarının düşüşünün, finansal piyasalara yönelimi artırdığını ve bunun sonucunda finansallaşmanın ortaya çıktığını savunmaktadır.

Brenner, finansallaşmanın sadece ekonomik bir olgu olmadığını, aynı zamanda sosyal ve politik sonuçları olan bir süreç olduğunu vurgular. Özellikle, finansal sektörün büyümesinin işçi sınıfı üzerindeki etkileri ve gelir dağılımı üzerindeki olumsuz sonuçları dikkat çekicidir. Bu çerçevede, finansal piyasalara bağımlılık, sermaye birikiminde geçici bir çözüm sunarken, uzun vadede ekonomik krizlere yol açma potansiyeline sahiptir (Brenner, 2003: 45-50). Brenner'in çalışmalarında, finansallaşmanın, ekonomik büyümenin ve istihdamın azalmasıyla birlikte sosyal eşitsizliği derinleştirdiği ifade edilmektedir. Özellikle, finansal araçların ve yatırımların spekülâtif doğası, üretim sürecinden uzaklaşmayı ve reel ekonominin zayıflamasını beraberinde getirmiştir (Brenner, 2006: 23-29).

John Bellamy Foster, finansallaşma ve ekolojik ekonomi alanında öne çıkan Marksist iktisatçılardan biri olarak, finansallaşmanın, ekonomik sistemin doğası

gereği ortaya çıkan bir süreç olduğunu ve bunun üretimle olan ilişkisini sorgular. Ona göre, finansallaşma, kapitalist sistemin yapısal krizlerinin bir yansımasıdır ve bu krizler, kâr oranlarındaki düşüş ve artan işsizlik gibi faktörlerle derinleşmektedir (Foster, 2000: 23-29). Foster, finansallaşmanın çevresel etkilerine de dikkat çeker. Özellikle, finansal piyasalara olan bağımlılığın, sürdürülebilir kalkınmayı tehdit ettiğini ve doğal kaynakların sömürülmesine yol açtığını savunur. Bu bağlamda, finansal sistemin ekosistem üzerindeki olumsuz etkileri, sosyal eşitsizlikle birleşerek daha geniş bir kriz alanı yaratmaktadır (Foster, 2007: 3-5). Ayrıca, Foster, "finansal kapitalizm" kavramını geliştirmiştir; bu kavram, ekonomik sistemin finansal yönelimi ile üretim ilişkileri arasındaki gerilimi ifade eder. Ona göre, bu gerilim, hem toplumsal hem de çevresel sonuçlar doğurmakta ve yeni sosyal hareketleri tetikleyebilmektedir (Foster, 2010: 12). Foster'ın finansallaşmaya yönelik eleştirileri, Marksist perspektifin çevresel ve toplumsal dinamiklerle nasıl iç içe geçtiğini anlamak için önemlidir. Bu yaklaşım, finansal sistemin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda ekolojik ve sosyal sonuçlarını da sorgulamak adına derin bir anlayış sunmaktadır.

1.2.3. Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-Keynesyen iktisat, finansallaşma olgusunu özellikle makroekonomik dengesizlikler, gelir dağılımı ve sermaye birikimi üzerindeki etkileri çerçevesinde ele almaktadır. Diğer taraftan finansallaşmayı şirketler üzerinden mikro temelli inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır (Lazonick ve O'Sullivan, 2000; Bivens ve Weller, 2004). Neo-klasik ekolden farklı olarak post-keynesyen görüş, finansallaşmanın sadece piyasa güçlerinin doğal bir sonucu olmadığını, aksine ekonomik ve politik süreçlerin bir yansıması olduğunu savunur.

Gerald Epstein, Post-Keynesyen ekolün önde gelen bir temsilcisi olarak finansallaşma olgusuna dair önemli katkılarda bulunmuştur. Epstein'in çalışmaları, finansallaşmayı devlet politikaları ve gelir dağılımı üzerindeki etkileri açısından ele alır. Özellikle finansallaşmanın, finansal aktörlerin ekonomik ve politik güçlerinin artmasına, reel ekonomiye yönelik yatırımların azalmasına ve gelir eşitsizliğinin artmasına yol açtığını vurgular (Epstein, 2005). Epstein (2002)'ın diğer bir çalışması, merkez bankalarının ve diğer devlet kurumlarının finansal piyasaların taleplerine karşı nasıl daha duyarlı hale geldiklerini ve bunun sonucunda gelir eşitsizliğinin arttığını

göstermektedir. Devlet politikalarının finansallaşmayı teşvik eden bir rol oynadığını ileri süren Epstein, bu süreçte emek payının azalması ve finansal kazançların giderek merkezileşmesi üzerinde durur.

Thomas Palley, Post-Keynesyen ekonomi okulunun önemli isimlerinden biri olarak, finansal piyasaların, kurumların ve elitlerin giderek artan gücüne dikkat çekerek finansallaşma terimini kullanmıştır. Ona göre, bu güçlü aktörlerin ekonomi politikası oluşturma süreçlerindeki etkileri, ekonomik sistemi hem makro hem de mikro düzeyde önemli değişikliklere sürüklemiştir. Bu bağlamda, ilk olarak finans sektörünün üretim temelli ekonomiye kıyasla daha fazla önem kazandığı belirtilmiştir. İkinci olarak, reel ekonomiden finansal sektöre kaynak transferinin yaşandığı vurgulanmıştır. Belirtilen etkilere ek olarak, finansallaşmanın ücretlerin düşük seviyelerde kalmasına sebep olarak gelir eşitsizliğini artırabileceği ifade edilmiştir (Palley, 2007: 2).

Post-keynesyen ekolün temsilcilerinden Lazonick ve O’Sullivan (2000), finansallaşmanın şirketlerin yönetim biçimlerine ve ekonomik yapıya olan etkilerini derinlemesine incelemektedir. Yazarlar özellikle, finansallaşmanın işgücü üzerindeki etkilerini ve şirketlerin finansal stratejilerinin süreç içerisinde nasıl evrildiğini analiz etmişlerdir. İlgili literatürde önemli bir yere sahip olan “hissedar değeri yaklaşımı” ilerleyen bölümlerde detaylı olarak incelenecektir.

Özgür Orhangazi, finansal faaliyetlerin artan iş bölümüyle birlikte, New York, Chicago ve Londra gibi büyük kentlerde yoğunlaşmasına dikkat çekmektedir. Bu kentlerin sunduğu olanaklar, daha fazla finansal sermayenin buralara akmasını teşvik ederken, bunun sonucunda oluşan çarpan etkileri, eşitsiz gelişim süreçlerini daha da pekiştirmektedir. Orhangazi, bu eşitsizliklerin, büyük şehirlerin sermaye birikimindeki avantajları ile doğrudan ilişkili olduğunu belirtmektedir (Orhangazi, 2011: 51). Özgür Orhangazi’nin finansallaşma konusundaki çalışmaları, Post-Keynesyen ekonomi yaklaşımı çerçevesinde genel anlamda finansal piyasalardaki büyümenin reel ekonomi ve gelir dağılımı üzerindeki etkilerini ele almaktadır. Orhangazi, özellikle finansallaşmanın üretken yatırımlar üzerindeki olumsuz etkilerine, gelir eşitsizliklerinin derinleşmesine ve ekonomik krizlerin dinamiklerine dair eleştirel analizler yapmaktadır.

Post-keynesyen görüşün önemli isimlerinden Engelbert Stockhammer, neo-liberal politikalarla beraber güç kazanan *küreselleşme* ve *finansallaşma* olgularının sermaye birikimi, ekonomik büyüme ve istihdam üzerindeki etkilerini analiz ettiği çalışmalarıyla post-keynesyen literatürün gelişimine katkıda bulunmuştur (Stockhammer, 2004; Stockhammer, 2011). Stockhammer, son dönemde yaşanan ekonomik krizleri finansallaşma bağlamında değerlendirmekte ve sermaye birikim rejiminin finansal kesim tarafından domine edilme süreçlerini incelemektedir (Stockhammer, 2008; Stockhammer, 2010). Yazar ayrıca, son dönemde azalan bir trende giren emek payının ve artan gelir eşitsizliğinin finansallaşma ile olan ilişkisini hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için ampirik çalışmalarla analiz ederek fonksiyonel gelir dağılımının belirleyicilerini irdelemektedir (Stockhammer, 2012; Stockhammer, 2013; Stockhammer, 2017). Bu bağlamda Stockhammer'ın çalışmaları post-keynesyen bir çerçevede finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımına olan etkisini inceleyen bu çalışmaya da hem teorik zeminin belirlenmesinde hem de model kurulumunda önemli oranda kaynaklık etmiştir.

Özetle, iktisadi yaklaşımların finansallaşma olgusuna bakış açısı genel olarak değerlendirildiğinde, finansallaşma kavramını kullanan ve bu olguyu ekonomiye zarar veren bir unsur olarak değerlendiren kesimin heterodoks bakış açısına sahip ekoller olduğu görülmektedir. Zira ana akım iktisadi görüşe göre finans sektörünün gelişmesi ve reel yatırımlar için gereken birikimlerin bu kanal vasıtasıyla sağlanmasındaki kolaylık, ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Dolayısıyla, finans kesiminin deregüle olması ya da teknolojinin getirdiği imkânlar neticesinde her ekonomik ajanın eskiye oranla finansal işlemlerde daha fazla içli dışlı olması gibi konular yeterince (bazı istisnalar dışında) tartışılmamaktadır.

1.3. Finansallaşma ve Finansal Gelişmişlik Arasındaki Fark

Finansallaşma kavramının en çok benzediği ve dolayısıyla karıştırıldığı bir kavram olarak finansal gelişmişliğin tam olarak neyi ifade ettiği ve finansallaşmanın, finansal gelişmeden ayrılan özelliklerinin net bir şekilde ortaya konulması önem arz etmektedir. Çünkü finansallaşma ve finansal gelişme ekonomik yapı içerisinde birbirinden farklı durumları ifade eder. Bu bağlamda finansal gelişmişliğin finansallaşmaya giden yolu açtığı söylenebilir. Fakat her aşırı gelişmiş finansa sahip

ekonominin finansallaştığını söylemek de her zaman doğru olmayabilir. Dolayısıyla, özellikle ampirik uygulamalarda finansallaşmanın temsil edildiği değişkenler belirlenirken bu ayrımın farkında olunması dikkate değer bir husustur.

Finansal gelişme uzun zamandır ekonomik büyüme için önemli bir faktör olarak yerleşik literatürde değerlendirilmektedir (King ve Levine, 1993; Levine ve Zervos, 1998; Beck vd., 2004; Rajan ve Zingales, 1998; Beck vd., 2005). Finansal gelişme, yatırım bilgilerinin üretilmesine, sermayenin etkin tahsisine, firma takibine, risk yönetimine, tasarruf seferberliğine ve mal ve hizmetlerin kolay değişimine yol açan finansal fonksiyonların iyileştirilmesi anlamına gelir (Levine, 2005). Bu nedenle, özel kredinin GSYH'ye oranının veya borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranının artırılması gibi çeşitli finansal kalkınma göstergelerinin ekonomik kalkınmayı teşvik edeceği ifade edilir. Ancak, finansal sistemler geliştikçe, öncelikle finans sektörünün geleneksel özelliklerine dayanan göstergeler yetersiz hale gelebilir. Örneğin, ekonomik planlar çerçevesinde menkul kıymetleştirme uygulamalarının artırılması, “borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranını” finansal gelişmenin isabetsiz bir göstergesi haline getirmektedir (Lapavitsas ve Soydan, 2022: 433). Dolayısıyla finansal gelişmişliğin doğru okunması ve günümüz itibarıyla geçirdiği değişimin dikkate alınması gerekmektedir.

Finansallaşma, daha önce de ifade edildiği gibi finansal faaliyetlerin, finans elitlerinin günümüz kapitalizm sistemi içerisinde artan ağırlığına işaret etmektedir. Bu denge değişimi o denli barizdir ki ekonomi politikalarının belirlenmesinde, karar alıcıların ileriye yönelik planlamalarında ve hatta kanun/yönetmeliklerin belirlenmesinde bu etki kendini göstermektedir. Teknolojik gelişmelere bağlı olarak artan finansal işlem çeşitliliği, finansal kaynaklara erişimin kolaylaşması ve bu yolla kar elde etmenin cazibesi sermaye birikiminin artan oranlı olarak finans kesimine kaymasına sebep olmuştur. Finansallaşmanın, finansal gelişmeden ayrıldığı nokta ise son dönemde artan finansal işlem hacminin devletlerin, finansal olmayan şirketlerin ve hanehalkının davranış kalıplarını değiştirmesi, ekonomilerin reel üretimden elde edilen karlar yerine finansal karlara odaklanmasıdır. 1980 sonrası dönemde neo-liberal politikalar kapsamında benimsenen anti-düzenlemeci yaklaşım, serbest piyasa odaklı izlenen politikalar ve finansal karların yeterince vergilendirilmemesi gibi unsurlar sermaye kesimini daha da cesaretlendirmiş ve kendi cephelerinin güçlenmesine sebep

olmuştur. Sosyal devlet anlayışının hakkıyla uygulanmaması, hanehalkının ev, sağlık, eğitim vb. en temel ihtiyaçlarını karşılayabilmek için dahi finans kesimiyle içli dışlı olmak zorunda kalması ve borç batağına girmesi gibi gelişmeler finansallaşmanın hanehalkı tarafına olan yansımaları olarak ifade edilebilir. Dolayısıyla finansal gelişmeden farklı olarak finansallaşma, artış gösteren finansal aktivitelerin üretim yapısını, ekonomik modelleri, sermaye birikiminin yapısını, kuruluş amacı üretim yapmak olan şirketlerin reel yatırım kararlarını, hanehalkının tüketim yapılarını, sınıfsal mücadeleyi olumsuz etkileyerek sosyo-ekonomik bir dönüşüme sebep olmaktadır.

Kapitalist ekonominin temel çelişkilerinden biri sürekli büyümesi gerektiğidir. Fakat sürekli büyüme, yeni pazarların, yeni ürünlerin ve yeni teknolojilerin mevcudiyeti ile sınırlıdır. Bu da kaçınılmaz olarak kârlılığın azalmasına yol açmıştır. Kâr oranlarının daha da düşmesini önlemek için, ekonominin verimsiz alanında da harcamaların olması gerekliliği doğmuştur. Mevcut düzen bu duruma iki karşıt teşvikle karşılık vermiştir: yükselen finansallaşma hacmi ve finans sektörünün ekonomide artan rolü (Akçagün Narin ve Elveren, 2024: 95). II. Dünya Savaşı sonrası tecrübe edilen Keynesyen dönemdeki ekonomik büyüme ve karlılığın, 1970 sonrası süreçte sürdürülememesi ve hatta düşmeye başlaması, bir çıkış yolu olarak neo-liberal yaklaşım temelli kapitalizmin doğması ve sonrasında da odakların finans sektörüne dönmesiyle sonuçlanmıştır.

Geride kalan son 40 yılın iktisadi çözümlemesi yapılırken neo-liberalizm ve küreselleşmeyle beraber kendine daha rahat hareket alanı bulan finansal kesimin şekillenmesi ve değişimini doğru okumak önemlidir. Bilgi ve teknoloji alanındaki ilerlemelerden de beslenerek büyümeye devam eden finans sistemi, başta ABD ve Anglosakson ülkeleri olmak üzere diğer gelişmiş ekonomilerde ön plana çıkmıştır. Sonraki aşamada Washington Uzlaşısı ile birlikte gelişmekte olan ülkeler de sürece dâhil olmuştur. Finansal gelişme ve finansallaşmanın vücut bulması ve ekonomideki yansımaları her iki ülke grubunda da görülmekle beraber izlenen seyir farklı olmuş, gelişmekte olan ülkeler kendi ekonomik altyapısına göre de çeşitlilik gösteren bir süreci tecrübe etmiştir. Finansallaşmaya giden sürecin doğru analizi, finansallaşmanın incelenen ekonomideki makro ve mikro değişkenlere olan etkisini isabetli bir şekilde değerlendirme noktasında oldukça belirleyicidir. Çözümüne yönelik ve verimli iktisadi

politika önerilerinde bulunmak ancak bu etkinin doğru bir şekilde analiz edilmesi ile mümkündür.



2. FİNANSALLAŞMA VE EMEK PAYI İLİŞKİSİ

İkinci bölümde finansallaşma ve emek ilişkisi bağlamında ilgili teorik çerçeve ortaya koyulmaktadır. Finansallaşmanın milli gelir içerisindeki emek payına ve dolayısıyla gelir dağılımına yönelik etki kanalları detaylı olarak incelenmekte ve literatürde yer alan yaklaşımlar ışığında teorik bir tartışma gerçekleştirilmektedir.

Kapitalizmin son dönemde uğradığı çarpıcı değişimi açıklayan önemli kavramlardan biri olarak finansallaşma, bir makro-ekonomik unsur olan gelir dağılımını çeşitli yollarla etkileyerek gelir adaletsizliğinin artmasına sebep olmaktadır. Dahası, kapitalizmin bir ekonomik sistem olarak gelişme biçimi, sermaye ve emek arasındaki güç ilişkilerinde bir değişime yol açmıştır. Bu gelişmelerle paralel olarak gelir dağılımı keskin bir şekilde sermaye lehine değişmiş, işçi sınıfında yer alan hanehalkı mevcut tüketim kalıplarını sürdürmekte zorlanmaya başlamış ve iç talep de bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Finansal birikimin gelir eşitsizliğini etkilediği sosyo-ekonomik kanallara ilişkin hâlihazırda ortaya konulmuş fakat herhangi bir çözüm bulunamamış problemler, finansallaşma-gelir eşitsizliği ilişkili literatürün derinlemesine incelenmesine de ivme kazandırmıştır (Alexiou vd., 2022: 96). Ana akım iktisadi literatürde ön plana çıkan ya da çıkarılan akımların ve çözüm önerilerinin nihai anlamda iyileştirici etkilerinin görülememesi, gelir eşitsizliği konusunun farklı açılardan değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Hali hazırda benimsenen iktisadi paradigmanın ve bu paralelde uygulanan politikaların gelir eşitsizliğinin azaltılmasına katkı sunamaması ve 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte sermaye ve emek arasındaki makasın açılması dikkatleri bu alana yönlendirmiştir. Örneğin Thomas Piketty'nin 2014 yılında kaleme aldığı "21.yy'da Kapital" adlı eseri ve yine aynı yıl Joseph Stiglitz'in "Eşitsizliğin Bedeli" adlı araştırması dünya kamuoyunda oldukça dikkat çekmiş ve gelir eşitsizliğine yönelik olarak farklı bakış açıları geliştirilmesine imkân sağlamıştır. İktisadi olduğu kadar sosyal çerçevede de ciddi olumsuz etkileri olan ve küresel ölçekte tecrübe edilen gelir eşitsizliği konusu, günümüz iktisadi sorunların başında gelmektedir. Temel olarak sermaye ve emek kesimi arasında yaşanan bu bölüşüm problemini çözecek ekonomi politikaları ancak sorunun isabetli bir şekilde teşhis

edilmesiyle belirlenebilir. Bu doğrultuda emek payının azalmasına sebep olan faktörlerin objektif olarak ve daha geniş bir çerçeveden analiz edilmesi gereklidir.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında finansallaşma ve emek arasındaki teorik çerçeve ortaya koyulmaktadır. Ardından, modellerde ihmal edildiği düşünülen finansallaşma olgusunun emek payını hangi kanallardan etkilediği ve bu mekanizmaların detayları aşamalı olarak irdelenmektedir.

2.1. Finansallaşma ve Emek Payı İlişkisine Dair Teorik Çerçeve

Neo-liberal politikaların uygulanmaya başladığı dönemden günümüze kadarki süreçte gelir eşitsizliği sorununun çözülemediği olması ve milli gelirlerdeki ücret payının da gözle görülür bir şekilde azalmış olması dikkatleri bu konu üzerine çekmiştir. Bu bağlamda yapılan çalışmalarda modern ekonomi politikalarının emek payını aşındıran ve fonksiyonel gelir dağılımını bozucu etkisi günümüz verileri ışığında net olarak ortaya konulabilmektedir.

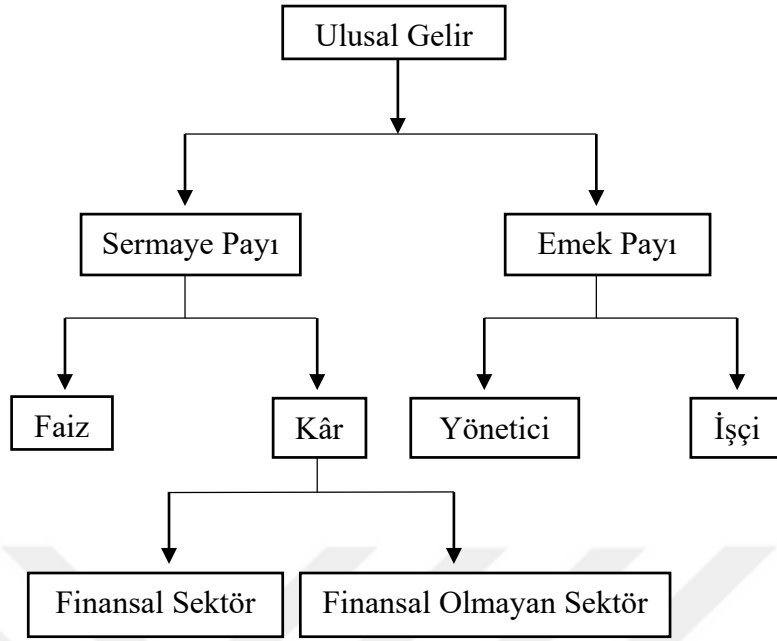
Finansallaşma, kârların reel sektörlerden ziyade finansal sektörlerde yoğunlaşmasına yol açarak, emek gelirlerinin azalmasına ve sermaye gelirlerinin artmasına neden olmuştur. Özellikle artan finansallaşma, sermaye birikimi süreçlerinde emeğin marjinalleşmesine, düşük ücret artışlarına ve istihdamın esnekleşmesine yol açmıştır (Stockhammer, 2017: 4). Bu durum, emek gelirlerinin milli gelirdeki payının azalmasına ve eşitsizliğin artmasına neden olmuştur (Hein, 2012: 21). Finansallaşma, emeğin payının düştüğü, sermaye birikiminin yavaşladığı ve gelir dağılımındaki dengesizliklerin arttığı bir etkileşime yol açmaktadır. Bu süreç, finansal kârların reel ekonomiden daha fazla pay almasının yolunu açarak özellikle gelişmiş ekonomilerde emek gelirlerinin düşmesine sebebiyet vermiştir (Stockhammer, 2004: 720). Finansal piyasaların genişlemesiyle birlikte, özellikle büyük şirketler kârlarını daha fazla finansal yatırımlara yöneltmiş, bu durum da üretken yatırımları azaltarak emek payının düşüşünü hızlandırmıştır (Dünhaupt, 2013: 57). Bu bağlamda, emek gelirlerindeki azalmanın, finansallaşmanın gelir dağılımı üzerindeki negatif etkilerinin bir göstergesi olduğu ve bu sürecin aynı zamanda ekonomik eşitsizliği derinleştirdiği savunulabilir. Finansallaşma, şirketlerin kısa vadeli kârlılığına odaklanarak, yatırımcıları memnun etmek amacıyla emek

maliyetlerini düşürmeye ve esnek istihdam koşullarını yaygınlaştırmaya zorlamaktadır (Hein, 2015: 18).

Dünya geneline bakıldığında 1980'lerden bu yana hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde GSYH içerisindeki ücretlerin payında önemli bir düşüş yaşanmıştır. Ücretlerdeki düşüş aynı zamanda en yüksek gelir grubunun paylarındaki artış ve en düşük gelir grubundaki durgunluktan beslenen kişisel gelir eşitsizliğindeki artışla aynı döneme denk gelmiştir (Guschanski ve Onaran, 2022: 1091). Gelirdeki emeğin payının istikrarı makro-ekonomik modellerde önemli bir temel teşkil eder. Ancak, küresel emek payının 1980'lerin başlarından bu yana önemli ölçüde azaldığı ve bu düşüşün ülkelerin ve endüstrilerin büyük çoğunluğunda meydana geldiği görülmektedir (Barro, 2014: 61). Şüphesiz emek hak edişlerinin dünya genelinde azalan bir trend içerisinde olmasının çeşitli nedenleri vardır. Bu bağlamda farklı iktisadi ekoller bu soruna yönelik olarak farklı gerekçeler sunmaktadır.

Son dönem çalışmalarda birçok araştırmacı birbiriyle örtüşen eğilimler içermeleri dolayısıyla finansallaşma ile artan gelir eşitsizliği arasında bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir (Epstein, 2005; Palley, 2007; Tomaskovic-Devey ve Lin, 2011; Kremp, 2012). Her ne kadar ana akım iktisat teorileri temel olarak teknolojik gelişmeyi ve küreselleşmeyi ücretlerin durgunlaşması ve gelir eşitsizliğinin artmasına bir gerekçe olarak ön plana çıkarsa da heterodoks iktisatçılar ifade edilen gerekçeleri yeterli bulmamakta ve finansallaşma etkisinin göz ardı edildiğini vurgulamaktadırlar.

Palley (2007) çalışmasında Şekil 2'de gösterilen gelirin üretim faktörlerine dağılım şeması üzerinden finansallaşmanın bölüşüm üzerindeki etkisini açıklamaktadır.



Şekil 2. Finansallaşma ve gelir dağılımı şeması

Kaynak: Palley, 2007: 12

Palley (2007), bir ülke ekonomisinde belli bir dönemde elde edilen gelirin emek ve sermaye kesimi arasında bölüştürülmesi üzerinden konuyu incelemektedir. Finansallaşma dolaylı yollarda buradaki dağılımı olumsuz etkilemekte ve pastanın büyük diliminin sermaye tarafına kaymasına sebep olmaktadır. Palley, sermaye tarafında faiz gelirlerinin yükseldiğini, finansal ve finansal olmayan sektör üzerinden elde edilen toplam karın düşme eğiliminde olduğunu vurgulamaktadır. Diğer taraftan finansal sektör karları, finans dışı ve üretimin gerçekleştirildiği reel sektörden elde edilen karları geride bırakmaktadır. Buna bağlı olarak GSYH içerisindeki emek payı nispi olarak düşmektedir. Emek payı kategorisinde yer alan yönetici maaşları ise artmakta ve işçilerin maaşları azalmaktadır. Genel bir değerlendirmeye Palley (2007), ulusal gelir dağılımında ücretlerin düşme eğiliminde olduğunu altını çizmektedir.

2.2. Emek Payının Düşüşü ve Artan Gelir Eşitsizliği Problemi

Gelir eşitsizliği, bir ekonomide bireyler, haneler veya gruplar arasında gelirlerin dengesiz bir şekilde dağıldığı durumu tanımlamaktadır. İktisadi literatürde gelir eşitsizliği genellikle Gini katsayısı ya da emek payı gibi göstergelerle ölçülür ve bireylerin, toplam gelirden aldıkları paylar arasındaki farkları gösterir. Bu farklar, kişilerin eğitim, sağlık, iş bulma imkânları ve yaşam standartlarına doğrudan etki eder.

Gelir eşitsizliğinin kökeninde, çeşitli yapısal ve ekonomik faktörler yatar. Örneğin, teknolojik ilerlemeler, küreselleşme ve finansallaşma gibi süreçler, düşük vasıflı işçilerin gelirlerini düşürürken, yüksek vasıflı işçilere ve sermaye sahiplerine daha fazla kazanç sağlamaktadır (Atkinson, 2015: 46). Bunun yanında, neo-liberal ekonomi politikalarının yaygınlaşması, vergi sistemlerindeki değişiklikler ve refah devletinin zayıflaması gibi faktörler de gelir eşitsizliğinin artmasına neden olmuştur (Piketty, 2014: 233).

Gelir eşitsizliğinin iktisadi ve toplumsal sonuçları ciddi boyutlara ulaşabilmektedir. Wilkinson ve Pickett (2010), gelir eşitsizliğinin yüksek olduğu toplumlarda sosyal sorunların daha yaygın olduğunu, eğitim ve sağlık hizmetlerine erişimin kısıtlandığını ve suç oranlarının arttığını savunmaktadır. Ayrıca, gelir eşitsizliği, ekonomik büyümeyi de olumsuz yönde etkileyebilir. Çünkü düşük gelirli grupların tüketim gücü azalırken, bu durum talep daralmasına yol açarak ekonomik durgunluk riskini doğurmaktadır (Stiglitz, 2012: 83). Dolayısıyla hem ekonomik hem de sosyal anlamda sebep olması muhtemel riskler, gelir eşitsizliğini dikkatle takip edilmesi gereken konular arasına sokmaktadır.

II. Dünya Savaşı sonrasında uygulanmaya başlanan ve 1970'lerin başına kadar devam eden ekonomi politikaları, Keynesyen proaktif yaklaşımlarla şekillenmiştir. Bu politikalar, kapitalizme yeniden can vermiş ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli ekonomik kazanımlar sağlamıştır. Devlet harcamalarındaki ivmelenme ekonomiye canlılık getirirken, sosyal devlet anlayışı Avrupa ülkelerinin ekonomilerinde belirgin olmaya başlamıştır (Üzar, 2017: 105).

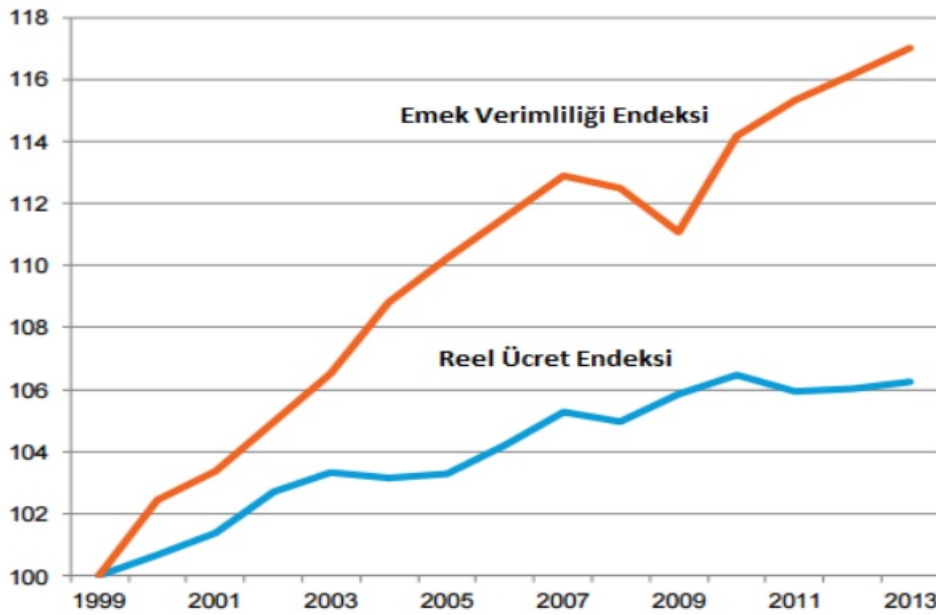
Keynesyen politikaların uygulandığı dönemde ekonomiyi yönetenler sosyal güvenlik, eğitim ve sağlık gibi temel alanlardaki harcamalarını artırarak bu hizmetlerin vatandaşlar için daha erişilebilir hale gelmesini sağlamıştır (Köymen, 2007: 47). Keynesyen politikalar uyarınca, ekonomik büyümenin anahtarı toplam talep politikalarıdır. Ekonominin eksik kapasiteyle işlevini sürdürdüğü durumlarda kamu harcamalarının artırılması beraberinde talep artışını getirecektir. Tüketim ve yatırım harcamalarında meydana gelen ivmelenme de işsizlik oranlarında azalmayı sağlayacak ve milli gelir de yükselecektir. Bu doğrultuda, ücretlerdeki artış verimlilik artışlarıyla doğru orantılı olarak artarken, toplam talep artacak ve bu sayede tam istihdam ve

iktisadi büyüme hedeflerine ulaşmak kolaylaşacaktır. Ücret lehine olan bu uygulamalar ve verimliliğin hakkının verilmesi emek tarafının güçlenmesini sağlayarak gelir adaletsizliğinin önüne geçilmesine olanak sağlayacaktır. Nitekim savaş sonrası dönemde benimsenen bu uygulamalar kısa süreliğine de olsa emek payının altın çağını yaşamasını sağlamıştır.

1973 yılında yaşanan petrol krizi ile beraber son bulan bu uygulamalar yerini neo-liberal politikalara bırakmış, bu değişimle beraber reel ekonomide iki büyük gelişme ortaya çıkmıştır (Palley, 2016: 8):

- i. Tam istihdam hedefi yerine fiyat istikrarın temel hedef haline gelmesi.
- ii. Ücret artışları ile verimlilik artışları arasındaki bağlantının kopması.

Bu gelişmelerle birlikte ortaya çıkan makas açılımı Şekil 3'te görülmektedir. Belli bir aralığı yansıtır olsa da finansallaşmanın 1990'lar itibarıyla görünürlük kazandığı gelişmiş ülkelerde ilgili dönemde reel ücret artışları emek verimliliğinin oldukça altında kalmıştır. Hardoon vd., (2016)'nin seçili gelişmekte olan ülkeler için kendi hesaplamalarıyla oluşturduğu grafik, özellikle 1990'ların sonundan itibaren farkın açılmaya başladığını ortaya koymaktadır.



Şekil 3. Gelişmiş ülkelerde emek verimliliği ve reel ücret endeksi
Kaynak: Hardoon vd., 2016: 17

Global ekonomik düzende hâkim olan yeni anlayışa göre artık bir maliyet unsuru olarak görülmeye başlanan ücret artışları, fiyat istikrarı hedefleri doğrultusunda baskılanmış ve sağlanan verimlilik artış oranlarının çok altında kalmıştır.

Paley (2012)'e göre yeni dönemde emek gelirleri neo-liberal politikalar aracılığı ile dört farklı noktadan baskı altına alınmıştır. Tam istihdam hedefinden vazgeçilmesi, küreselleşme, minimal devlet ve emek piyasalarının esnek hale getirilmesi (Palley, 2012: 143). Neo-liberal yaklaşımla birlikte ilk aşamada emek piyasası esnek hale getirilmiş, işçilerin sosyal hakları ve sendikalaşma imkânları önemli ölçüde sınırlandırılmış; sağlık, eğitim ve barınma gibi kamusal hizmetler piyasa düzenine devredilmiştir (Üzar, 2017: 112). Genel çerçeveden bakıldığında araştırmacıların emek payının azalması ve buna bağlı olarak artan gelir eşitsizliği konusunda farklı bakış açıları geliştirdikleri görülmektedir.

Guerriero (2019), 1970-2015 dönemi boyunca, gelişmekte olan ve gelişmiş 151 ekonomiyi kapsayan küresel bir emek geliri payı veri seti derleyerek kapsamlı bir çalışma ortaya koymuştur. Bu veri seti oluşturulurken emek payının hesaplanmasına dair literatürde yer alan tartışmalar gözetilerek beş farklı hesaplama gerçekleştirilmiş, son olarak da yazar kendi hesaplamasını yapmıştır. Hem ülke grupları için hem de ülke bazında gerçekleştirilen analizler sonucunda elde edilen bulgular dikkat çekicidir (Guerriero, 2019: 28):

- i. Emek payı, özellikle son otuz yılda önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum, işçilerin ürettikleri gelirden aldıkları payın giderek düştüğünü göstermektedir.
- ii. Emek payı, farklı ülkeler arasında büyük değişkenlik göstermektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında bu payın değişimi, ekonomik yapı ve işgücü piyasası koşullarına bağlı olarak farklılık arz etmektedir.
- iii. Emek payındaki bu düşüş, işçilerin ürettikleri gelirden "adil" bir pay almadıkları algısı oluşturmaktadır. Bu durum sosyo-politik istikrarı tehdit edebilir.
- iv. Küresel finansal kriz ve sonrasındaki yavaş toparlanma, birçok bölgede emek payı üzerinde olumsuz etkiler yaratarak, işgücü piyasalarında daha fazla belirsizliğin doğmasına yol açmıştır.

İlgili literatüre genel olarak bakıldığında, gelir eşitsizliğinin belirleyicilerine yönelik olarak ortaya atılan teoriler çeşitli ekollere göre değişkenlik gösterse de son 30-35 yıllık süreçte dünya genelinde emek payının düşüş yönlü bir trend izlediğine ve gelir eşitsizliğinin arttığına dair bir fikir birliği olduğu görülmektedir. Farklılıkların ve tartışmaların yaşandığı konu bu durumun ortaya çıkmasına sebep olduğu iddia edilen faktörlerle ilgilidir.

2.3. Finansallaşma ve Fonksiyonel Gelir Dağılımına İlişkin Literatür

İktisat literatürü *finansallaşma* kavramı ile ilk olarak 1990'lı yıllarda tanışmış olmasına karşın, bundan önceki süreçte de finans kesiminin ekonomiye olan etkileri ilgili alanda yapılan çalışmalara konu olmuştur. Diğer taraftan gelişmiş bir finansal yapının makro-ekonomik değişkenleri ne yönde etkileyeceği konusu özellikle 1980'li yıllarda ön plana çıkan liberal politikaların dünya genelinde yaygınlaşması ile birlikte daha fazla dikkat çekmiş ve finansal yapıda meydana gelen bu değişim çeşitli iktisadi akımlar tarafından farklı boyutlarıyla mercek altına alınmıştır.

Finansallaşma temelli çalışmalar genel olarak bir gruplandırmaya tabi tutulacak olursa değişken odak noktaları şu ifade edilebilir: Şirketlerin yatırım planlarının finansallaşma sürecinden nasıl etkilendiği (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008a; Tori ve Onaran, 2017), finansallaşmanın kurumsal yönetim ve işgücüne olan etkisi (Lazonick ve O'Sullivan, 2000), hanehalkının finansal borçlarının ve servetlerinin değişen rolü (Hein, 2012; Karaçimen, 2013) ya da finans alanındaki deregülasyonların finans piyasalarını hangi doğrultuda etkilediği (Lapavitsas, 2009; Guttman, 2016). Dolayısıyla kimi çalışmalar bu modern olgunun şirket planlamalarını ve bağlantılı olarak istihdamı nasıl şekillendirdiği konusunu merkeze alırken, kimisi finansal mimarideki aşırı serbestliğin genel anlamda finans sektörüne olan etkisine, kimisi de hanehalkının finans algısındaki değişen role dikkat çekmektedir.

İlgili literatürde gelir eşitsizliğine odaklanan çalışmalar incelendiğinde ise dört ayrı perspektife rastlanmaktadır. Bunlardan ilki ana akım yaklaşım olarak ifade edilen neo-klasik yaklaşım gelir dağılımının temel belirleyicisi olarak teknolojik gelişmeleri ön plana çıkarmaktadır (EC, 2007; IMF, 2007). İkinci grupta yer alan küreselleşme yaklaşımı, ekonomi politik bağlamında son dönemde hızla gelişme kaydeden

küreselleşme sürecinin emek ve sermaye üzerindeki pazarlık gücüne olan etkilerini merkeze alarak ana akım görüşten ayrılmaktadır (Rodrik, 1997).

Üçüncü grup, sosyal bilimlerden gelen bir literatürü temsilen gelir dağılımındaki dengesizlikleri dağıtımsal mücadelenin bir sonucu olarak görmekte ve refah devleti uygulamalarının kısıtlanmasının ve sendikaların rolünün önemine dikkat çekmektedir (Bengtsson, 2014; Hancke, 2012; Kristal, 2010). Son olarak dördüncü yaklaşım ise finansallaşmanın dağıtımsal etkisinin (distributional impact) gücüne vurgu yapmaktadır; fakat finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımına olan etkisi nispeten daha az çalışılmaktadır (Dünhaupt, 2013; Stockhammer, 2009).

Gelir dağılımı ile ilgili olan alana değinilse de yeterince detaylı ve sistematik çalışmaların hala tatmin edici düzeyde olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda gerçekleştirilen ve önemli referans kaynağı olarak ifade edilen çalıştırmalardan Palley (2007) ve Lapavitsas (2013), ücret payında yaşanan düşüşlerde finansallaşmanın önemli bir role sahip olduğunu vurgulamaktadır; fakat bu çıkarımlara dayanak olarak etki mekanizmalarının detaylarına girilmemekte ve ampirik bir analiz gerçekleştirilmemektedir. Hein (2015) çalışmasında, Kalecki temelli bir yaklaşım ortaya koyarak finansallaşma ücret payı ilişkisine yönelik detaylı bir teorik tartışma sunmaktadır. Jayadev (2007), Lin ve Tomaskovic-Devey (2013), Van Arnum ve Naples (2013), Alvarez (2015), Dünhaupt (2016), Wood (2017) ve Stockhammer (2017), finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımı üzerine olan etkisini ekonometrik kanıtlarla destekleyen önemli çalışmalar arasında yer almaktadır.

Finansallaşma ve gelir dağılımı ilişkisine yönelen çalışmalarda ortaya çıkan diğer bir ayrım bağımlı değişken olarak emek payının ya da gelir dağılımının temsilinde görülmektedir. Yakın dönemde gelir eşitsizliğine yönelik çalışmalarda Gini katsayısı kullanımının daha fazla tercih edildiği görülmektedir (Atkinson vd., 2011: 3). Diğer taraftan Post-Keynesyen okul başta olmak üzere heterodoks yaklaşımlar politik iktisat bağlamında fonksiyonel gelir dağılımına odaklanmakta ve bunu yaparken de emek payında meydana gelen aşınmayı değerlendirmeye almaktadır. İlk olarak gelir dağılımı ölçümünde Gini katsayısını tercih eden çalışmalar incelenecektir. Bu inceleme yapılırken ilgili çalışmalarda finansallaşmanın hangi göstergelerle temsil edildiğine de değinilecektir.

2.3.1. Eşitsizlik Göstergesi Olarak Gini Katsayısını Kullanan Çalışmalar

Zalewski ve Whalen (2010), Post-Keynezyen Kurumsalcılığı finansallaşma yazını ile mukayese ettikleri çalışmalarında, artan gelir eşitsizliğinin sebeplerine yönelik bir açıklama getirmeye çalışmışlardır. 1995-2004 dönemi için gelişmiş ülkeler üzerine analizin gerçekleştirildiği çalışmada eşitsizlik göstergesi olarak Gini katsayısı, finansallaşmanın temsili içinse IMF’den elde edilen finansal gelişme endeksi kullanılmıştır. Yapılan incelemeye göre ilgili dönemde hem Gini katsayısı hem de finansallaşma artış göstermektedir ve ayrıca bu iki değişken arasındaki korelasyon da yükselmektedir.

Assa (2012), OECD’nin sanayileşmiş ülkelerinde finansallaşmanın oluşumunu ve sonuçlarını mercek altına almıştır. 1970-2008 dönemine ait ve OECD ve ILO (Uluslararası Çalışma Örgütü)’ya ait verilerin kullanıldığı çalışmada bağımsız değişken olarak finansallaşmayı temsilen finans kesiminde yaratılan katma değer toplam katma değer içerisindeki payı ve finans kesimindeki istihdamın toplam istihdam içerisindeki payı kullanılmıştır. Gelir eşitsizliğinin temsil edilmesinde ise Gini katsayısından faydalanılmıştır. Gini katsayısı, ekonomik büyüme ve işsizliğin ayrı ayrı bağımlı değişken olarak kurulduğu farklı modeller üzerinden finansallaşmanın eşitsizlik, büyüme ve işsizlik üzerindeki etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre finansallaşma yüksek eşitsizlik ile güçlü bir korelasyona sahiptir.

Kus (2012), finansallaşma ve gelir eşitsizliği ilişkisini incelediği çalışmasında 20 OECD ülkesi üzerine 1995-2007 dönemi için panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Çalışmada gelir eşitsizliğinin temsili için Gini katsayısı, finansallaşmanın temsili içinse üç alt veri kullanılarak çalışma bünyesinde oluşturulan finansallaşma endeksi kullanılmıştır. Kurulan modelde ayrıca ihmal edilen değişken sapmasının (omitted variable bias) önüne geçmek amacıyla büyüme, ticari açıklık, işsizlik, kadınların işgücüne katılım oranı, sendika yoğunluğu ve devlet harcamaları gibi değişkenler kontrol değişkenler olarak yer almıştır. Elde edilen sonuçlara göre çalışmada kullanılan finansallaşma değişkenleri gelir eşitsizliğini artırıcı yönde bir etkiye bulunmaktadır.

Benzer şekilde, Gini katsayısını kullanan Van Arnum ve Naples (2013), finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkiyi Amerika Birleşik Devletleri için

1967-2010 dönemi verileri ile analiz etmişlerdir. Yazarlar 20.yy'ın sonlarına doğru ortaya çıkan finansallaşma olgusunun gelişimini ve sonuçlarını tartışarak gelir eşitsizliği ile olan bağlantısını ekonometrik olarak incelemiştir. Finansallaşma için ise finans, sigorta ve gayrimenkul (FIRE) sektörlerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya olan katma değerinin kullanıldığı çalışmada elde edilen bulgular finansallaşmanın gelir eşitsizliğine sebep olan önemli bir faktör olduğunu ortaya koymaktadır.

Flaherty (2015), 1990-2010 döneminde 14 OECD ülkesi için finansallaşmanın tepe yüzde 1'lik gelirler üzerinde nasıl bir etkiye sebep olduğunu incelemiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak tepe yüzde 1'lik gelirler, bağımsız değişken olarak finansallaşmayı temsilen piyasa kapitalizasyon oranı ve FIRE'nin tüm sektörler içerisindeki payı değerlendirmeye alınmıştır. Elde edilen sonuçlara göre finansallaşma tepe gelirlerinin artışına olumlu katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, devlet harcamalarındaki ve sendikalaşmadaki artış tepe gelirlerinin baskılanmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan modelde kullanılan bağımsız değişkenler olarak küreselleşme, ticari açıklık ve finansal yeniliklerdeki yükselişler tepe gelir grubunun toplam gelir içerisindeki payını artırma yönünde etkide bulunmaktadır.

Godechot (2016), finansallaşmanın farklı boyutlarının küresel ölçekteki eşitsizliğin artışında oynadığı rolü belirlemek için gerçekleştirdiği analizinde 18 OECD ülkesinin 1970-2011 yılları arasındaki verilerinden faydalanmıştır. Yazar gelir eşitsizliğinin temsili için Gini katsayısını ve tepe %10, %1, %0.1 ve %0.01'lik dilimin paylarını kullanmıştır. Finansallaşma olgusunu farklı boyutlarıyla ele alan yazar, finansal sektörün büyümesi, finansal piyasaların büyümesi, finansal olmayan şirketlerin finansallaşması ve hanehalkı finansallaşması şeklinde ayrımlara gitmiştir. Panel regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre finans sektörünün GSYH içerisindeki payı gelir eşitsizliğinin 1980-2007 arasındaki artışının %20-%40 arasındaki kısmı açıkladığı görülmüştür.

Bağımlı değişken olarak Gini katsayısını kullanan diğer bir çalışmada Tridico (2017), 34 OECD ülkesi için 1990-2013 dönemi verisini kullanarak gelir eşitsizliğinin belirleyicilerini ortaya koymaya çalışmıştır. Finansallaşmayı temsil etmek üzere piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı modele dâhil edilmiştir. Panel veri analizinden elde edilen sonuçlara göre finansallaşma ve emek piyasası esnekliği

arttığında, işçi sendikaları zayıf olduğunda, devlet harcamalarının seviyesi düştüğünde gelir eşitsizliği artmaktadır.

Shin ve Lee (2019), finansallaşmanın ve finansal gelişmenin gelir eşitsizliği üzerindeki etkisi araştırmak üzere OECD ülkeleri üzerine panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Elde edilen sonuçlara göre finansallaşma ve hissedar kapitalizmi (hissedar değerini önceleyen kapitalizm), özellikle finansal olmayan şirketlerdeki kar payına odaklı stratejiler gelir eşitsizliğine sebep olmaktadır.

Vita ve Luo (2020), finansallaşmanın gelir eşitsizliği ile olan ilişkisini analiz ettiği çalışmalarında 1996-2015 yılları arası için 33 ülkeye ait verileri kullanmıştır. Gini katsayısının bağımlı değişken olarak ve eşitsizliğin temsilcisi olarak kullanıldığı araştırmada finansallaşmanın farklı boyutlarını yansıtmak amacıyla dört farklı gösterge tercih edilmiştir. Finansal kurumlar tarafından verilen özel kredilerin GSYH'ye oranı, finansal olmayan sektör borcunun GSYH'ye oranı, hisse senedi piyasasında alım satıma konu olan hisselerin değerinin GSYH'ye oranı ve hanehalkı borçluluğunun GSYH'ye oranı şeklinde belirlenen değişkenler finansallaşmanın üç boyutunu (finansal olmayan sektörün finansallaşması, finansal sektörün finansallaşması, hanehalkının finansallaşması) temsil etmek üzere modele dâhil edilmiştir. GMM yöntemi ile gerçekleştirilen analizin sonucuna göre, sadece hanehalkı borcu tarafından finansallaşma gelir eşitsizliğini artırıcı yönde bir etkide bulunmuştur. Hanehalkı borçluluğunu da üçe ayırarak ev kredisi borcu, tüketici kredisi borcu ve diğer borçlar (sağlık harcamaları, kredi kartı borcu vb.) olarak ifade eden yazara göre hanehalkı borçluluğunun gelir eşitsizliğine sebep olan kısmı ev kredisi ve tüketici kredisi için yapılan borçların dışında kalan borçlardır.

Lee ve Siddique (2021), finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelediği çalışmalarında gelişmiş ve gelişmekte olan 89 ülkenin 1998-2017 dönemine ait verilerini kullanmışlardır. Analiz için kurulan modelde bağımlı değişken olarak gelir eşitsizliğini ölçmek üzere Gini katsayısı, bağımsız değişken finansallaşmanın temsili için ise finansal rant değerlendirmeye alınmıştır. İki adımlı GMM metodolojisinin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre finansal rant Gini katsayısı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sebep olmaktadır yani gelir eşitsizliğini artırmaktadır.

Alexiou vd. (2022), 2000-2017 periyodu için 19 OECD ülkesinden toplanan verilerle finansallaşmanın gelir eşitsizliğine olan etkisini araştırmışlardır. Gelir eşitsizliğinin ölçümünde Gini katsayısı ve çeşitlerini kullanan yazarlar, finansallaşmanın temsiliinde ise mevduat bankalarına yatırılan varlıkların oranı, mevduat bankalarınca verilen özel kredilerin oranı, mevduat bankalarına yatırılan paraların GSYH'ye oranı ve özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı olmak üzere dört farklı göstergeden faydalanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre kurulan bir modelde dört finansallaşma değişkeninden ikisi gelir eşitsizliğini artırırken, diğer bir modelde dört değişkenden üçü gelir eşitsizliğini azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla yazarlar bu ikili arasındaki ilişkinin karmaşık olduğunu ve konuyla ilgili daha fazla çalışmaya ihtiyaç olduğunu belirtmiştir.

Son olarak Khatatbeh ve Moosa (2022), 105 ülkenin 2012 – 2016 yılları arasını kapsayan beş yıllık ortalama yatay kesit verilerinin kullanıldığı çalışmada finansallaşma ve gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Ülkelerin IMF'nin kalkınma sınıflandırmasına göre 28 gelişmiş ve 77 gelişmekte olan ülkeler şeklinde alt gruplara ayrıldığı çalışmada ekonometrik yöntem olarak Ekstrem Sınır Analizi (Extreme Bound Analysis, EBA) tercih edilmiştir. Çalışmada başat bağımsız değişken olan finansallaşmayı temsilen ise özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYH'ye oranı, bankalarca verilen özel kredilerin GSYH'ye oranı, mevduat kurumlarınca (depository institutions) verilen özel kredilerin GSYH'ye oranı, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı gibi finansallaşmayı çok boyutlu olarak temsil etmek üzere çeşitli değişkenlere başvurulmuştur. Gerçekleştirilen analizden elde edilen sonuçlara göre kriz sonrası dönemde finansallaşma, gelir eşitsizliğinin temel belirleyicisidir. Ayrıca finansallaşmadaki artış Piketty (2014)'nin çalışmasında da ifade edildiği gibi tepe %10'luk gelirlerde artışa sebep olmaktadır. Çalışmadan elde bir diğer sonuca göre de hisse senedi piyasaları gelir eşitsizliği üzerinde bankalara nazaran daha güçlü etkilere sebep olmaktadır.

Gini katsayısı bireysel gelir dağılımını ölçen ortalama bir değer olduğu için gelir eşitsizliğinin ölçümünde isabetli sonuçlar vermeme riskini barındırmaktadır. Bu anlamda gelir dağılımı ya da gelir eşitsizliği analizi gerçekleştirilen çalışmalarda Gini katsayısının doğru bir referans olmadığı yönünde eleştiriler yer almaktadır (Kwon ve Roberts, 2015: 446). Bu çalışmada da bu eleştiriler gözetilerek finansallaşmanın gelir

eşitsizliğine olan etkisi analiz edilirken Gini katsayısı yerine düzeltilmiş emek payı verisi tercih edilmiştir.

2.3.2. Eşitsizlik Göstergesi Olarak Emek Payını Kullanan Çalışmalar

Literatürde bağımlı değişken olarak emek payını kullanan çalışmalara bakıldığında Lin ve Tomaskovic-Devey (2013), ABD ekonomisinin finansal olmayan sektörlerine odaklandığı çalışmasında 1970-2008 döneminde finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki bağlantıyı analiz etmişlerdir. Yazarlara göre finansal kanallar vasıtasıyla elde edilen karlara olan bağımlılık üretimden elde edilen karları gölgede bırakmış, sermaye sahiplerinin ve elit çalışanların diğer vasıfsız işçiler karşısındaki konumunu güçlendirmiştir. Çalışmada başat açıklayıcı değişken olarak sanayi düzeyinde finansallaşmadan faydalanılmıştır ve bu veri finansal gelirlerin reel gelirlere oranı şeklinde hesaplanmıştır. Sanayi düzeyinde verilerin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre finansal gelirlere olan bağımlılığın artması, uzun vadede, emeğin gelir içerisindeki payını aşındırmakta, üst seviye yöneticilerin kazançlarını yükseltmekte ve işçiler arasındaki kazanç dengesini bozmaktadır.

Alvarez (2015), Fransa’da 2004-2013 dönemine ait verilerle Fransız şirketlerin finansallaşması ile ekonomideki fonksiyonel gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yazara göre Fransa’daki finansal olmayan şirketlerin finansallaşması, onların finansal kanallar üzerinden kazanç elde etme bağımlılığını artırdığı gibi bu durum gelir dağılımında emeğin pazarlık gücünün de aşınmasına sebep olmuştur. Bu doğrultuda yazar 6980 şirketin verilerinden faydalanarak bu finansal gelirlerin emeğin payını ne yönde etkilediğini araştırmıştır. Kurulan modelde bağımlı değişken olarak ücretlerin toplam şirket varlıklarına oranı kullanılmıştır. Ana bağımsız değişken olan finansallaşmayı temsilen finansal karlılık değişkenleri tercih edilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgular başta kurulan hipotezi doğrulayarak, finansal karlılık katsayılarının negatif olduğunu ve dolayısıyla ücretlerin toplam varlıklara oranı ile ters yönlü bir ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir. Diğer bir deyişle firma bazında finansallaşma ücret paylarını olumsuz etkilemektedir.

Stockhammer (2017), emek payının belirleyicilerini tespit etmek üzere gerçekleştirdiği çalışmasında 43 gelişmekte olan ve 28 gelişmiş ülkenin verilerini kullanarak panel veri analizi gerçekleştirmiştir. 1970-2007 arası dönemin incelendiği

çalışmada emek payındaki düşüşlerin sebebi ve teknolojik gelişmenin, finansallaşmanın, küreselleşmenin ve refah devleti uygulamalarının azalmasının nispi katkıları anlaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak serbest meslek kazançlarını da içeren düzeltilmiş ücret payı, finansallaşmayı temsilen ise yabancı varlık ve borçların GSYH'ye oranı kullanılmıştır. Diğer taraftan küreselleşmenin göstergesi olan ticari açıklık, hükümetin tüketim harcamaları, teknolojik değişme ve sektörel kayma da kontrol değişkenler olarak modele dâhil edilmiştir. Analizden elde edilen bulgulara göre finansallaşma ve refah devleti uygulamalarının azalması, emek payı üzerinde güçlü ve negatif etkiler göstermektedir. Beklenmedik bir şekilde analiz sonuçlarına göre teknoloji değişkeninin emek payı üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkelerde küçük de olsa pozitif ve anlamlı olarak elde edilmiştir. Genel olarak çalışmadan elde edilen sonuçlar gelir dağılımını açıklamaya çalışan politik ekonomi yaklaşımı ile paralellikler göstermiştir.

Jayadev (2007), sermaye hesabı açıklığı ve milli gelir içerisindeki emek payı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında 1972-1996 dönemi için 100'den fazla düşük, orta ve yüksek gelirli ülkenin verilerini kullanmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak Birleşmiş Milletler Ulusal Hesaplar Sistemi'nden temin edilen emek payı verisi, bağımsız değişken olarak da Quinn Endeksi'nden elde edilen finansal açıklık verisi belirlenmiştir. Analizden elde edilen sonuçlara göre finansal açıklık emek payını olumsuz olarak etkilemekte ve gelir dağılımını bozmaktadır.

Onaran (2009), Meksika, Türkiye ve Güney Kore'deki imalat sanayiinde ücret paylarındaki değişimi incelemiştir. Bir taraftan, uluslararası ticaret ve doğrudan yabancı yatırımların etkisi üzerinden küreselleşmenin ücret payı üzerindeki etkisi araştırılırken, diğer taraftan dışa açıklığın ve sebep olduğu ekonomik krizlerin gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru dalgalanmaları ve ekonomik resesyonlar vasıtası ile emek payını ne yönde etkilediği analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre hem resesyonlar hem de döviz kuru hareketliliği kaynaklı para biriminin değer kayıpları bütün ülkelerde emeğin payını olumsuz yönde etkilemektedir. Artan ihracat hacmi ise Türkiye ve Meksika'da üretim sanayiindeki ücret paylarını azaltırken bu durum Güney Kore'de gözlemlenmemiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar hiçbir ülkede pozitif yönlü beklentileri karşılayamamıştır. Üç büyük gelişmekte olan ülkedeki imalat

sanayiine yönelik elde edilen bulgular göstermektedir ki küreselleşme süreci emek kesimi için vaat ettiklerini gerçekleştirememiştir.

Guschanski ve Onaran (2017a), yükselen piyasa ekonomilerinde 1995-2009 dönemi için ücret payının ekonometrik analizini gerçekleştirmiştir. Küresel değer zincirine ve finansal entegrasyona katılım seviyesi ile ölçülen küreselleşmenin, emeğin pazarlık gücünü ve teknolojik değişimi temsil eden göstergelerin bağımsız değişken olarak kullanıldığı çalışmada küresel değer zincirine katılım girdi-çıkıtı tabloları vasıtasıyla belirlenmiştir. Çalışmada yüksek ve düşük vasıflı emeğin etkisinin ayrı ayrı incelenebilmesi ve üretim ve hizmet piyasasının ayrıştırılabilmesi amacıyla sektörel veri kullanımına gidilmiştir. Bu çalışmada genelleştirilmiş momentler tekniği kullanılmış olup, her bir ülkenin incelenen sektörlerdeki ücret payları bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Büyüme değişkeni, sermaye yoğunluğu değişkeni, küreselleşme ve sendika yoğunluğu, ve pazarlık gücü değişkenleri, modelin esas bağımsız değişkenleri olarak analize dâhil edilmiştir. Firma bazında toplanan verilere göre, küreselleşme pazarlık gücünü azaltmakta ve emek payını düşürmektedir. Diğer taraftan, GSYH içindeki toplam yabancı varlık ve borçların oranı şeklinde ölçülen finansallaşma değişkeni, emeği olumsuz etkilemektedir.

Guschanski ve Onaran (2017b), bir önceki çalışmalarına benzer şekilde, 14 OECD ülkesini analiz etmiştir. 1970-2014 dönemi için sektörel verilerden faydalanan bu çalışmada, küreselleşme olarak tanımlanan “küresel değer zincirine katılımın” ücret payını azalttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, sermayenin yurtdışına taşınmasının (offshoring), sermayenin geldiği ülkenin ücret dinamikleri üzerinde olumsuz etkiler yarattığı tespit edilmiştir. Teknolojik değişim ise farklı beceri seviyelerindeki kişiler üzerinde farklı etkiler oluşturmuş ve literatürde ifade edilenin aksine bu etkiler güçlü bir şekilde desteklenememiştir.

Kristal (2010), 1960-2005 dönemine yönelik ve 16 gelişmiş kapitalist ülkeyi incelediği araştırmasında, milli gelir içindeki işgücü payını ve fonksiyonel gelir dağılımının belirleyicilerini araştırmıştır. Bu çalışmada finansallaşmayı tam olarak yansıtan bir değişken kullanılmamış olup, analize dâhil edilen modelde uluslararası sermaye akımlarını temsilen doğrudan yabancı yatırımlar kullanılmıştır. Modelde kullanılan diğer bağımsız değişkenler ise sendika yoğunluğu, imalat sanayi ithalatı, verimlilik artışı, işsizlik oranı ve enflasyon oranıdır. Araştırmanın sonuçlarına göre,

gelişmiş ülkelerden çevre ülkelere doğrudan yatırımların artması, kısa dönemde işsizliği artırmakta ve ücretleri düşürmektedir. Diğer taraftan bu durum pazarlık gücü noktasında kapitalistlere avantaj sağlamak ve ücretler üzerinde bir baskı oluşmasına sebep olmaktadır. Benzer şekilde, artan ithalat oranları da benzer bir etkiye neden olmaktadır. Sendika yoğunluğu değişkeni ile ücret payı arasında ise doğru yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Artan sendikal faaliyetler ücretleri pozitif yönlü etkilemektedir.

Tridico ve Pariboni (2017), diğer çalışmalardan farklı olarak eşitsizlik ve finansallaşmanın emek verimliliğine etkisini incelemiştir. 1990-2013 dönemi için 26 OECD ülkesinin analiz edildiği bu çalışmada, bağımlı değişken olarak saatlik emek verimliliği ele alınırken, GSYH büyüme oranı, ücret payı, Gini katsayısı ve finansallaşma göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonu da modele dâhil edilmiştir. Panel genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile yapılan analizde, piyasa kapitalizasyonunun emek verimliliğini olumsuz etkilediği, Gini katsayısının emek verimliliğini negatif, ücret payının ise pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, eşitsizliklerin ve finansallaşmanın artmasının her durumda emek verimliliğini düşürdüğü sonucuna varılmıştır.

Dünhaupt (2017), finansallaşma ve emek payındaki düşüş arasındaki bağlantıyı Kalecki'nin yaklaşımı çerçevesinde ele alarak 13 OECD ülkesinin 1986-2007 dönemine ait verilerle mercek altına almıştır. Yazar, literatürde emek paylarının azalmasına yönelik çalışmaların olmasına karşın bunların pek azının gerekçe olarak finansallaşmayı öne sürüp analiz ettiğini ifade etmiştir. Çalışmada kurulan modelde düzeltilmiş ücret payı bağımlı değişken olarak; dış açıklık, FDI giriş ve çıkışları, ithalat fiyatları, işsizlik oranı, sendika yoğunluğu, grev yoğunluğu, finansallaşma değişkenleri olarak temettü ve faiz ödemeleri ve devletin ekonomi içerisindeki ağırlığı ise bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Ulaşılan sonuçlara göre finansal olmayan şirketlerin artan temettü ve faiz ödemeleri ile azalan emek payı arasında bir ilişki olduğu görülmüştür.

Stockhammer (2017), emek payının belirleyicilerini araştırdığı çalışmasında 43 gelişmekte olan ve 28 gelişmiş ülkede düzeltilmiş ücret payı verisini kullanarak 1970-2007 dönemini incelemiştir. Çalışmada finansallaşmanın emek payı üzerindeki olumsuz etkisine dair güçlü kanıtlar ortaya koyulmuştur. Küreselleşme de hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde emek payı üzerinde olumsuz bir etkiye

sahiptir. Yazara göre elde edilen sonuçlar gelir dağılımını açıklamaya çalışan ekonomi politik yaklaşımını desteklemektedir.

Kohler vd. (2019), finansallaşmanın emek payı üzerindeki etkisini 1992-2014 dönemi için 14 gelişmiş OECD üyesi ülke üzerinden analiz etmiştir. Panel veri analizinin gerçekleştirildiği çalışmadan elde edilen sonuçlara göre finansal serbestleşme ve finansal olmayan şirketlerin finansal ödemeleri güçlü bir şekilde emek payını azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır. Bununla beraber küreselleşme de aynı oranda ve yönde emek payını etkilemektedir. Hanehalkı borçluluğu ise ücretleri düşük gelirli hanehalkının kazandığı ve iş-işçi kurumlarının elinin zayıf olduğu ülkelerde emek payını azaltmaktadır. Yazarlara göre finansallaşma sürecinden kurtulabilmenin yolu krizlere sebep olma potansiyeli taşıyan sermaye hareketliliğini kısıtlamak ve finansal ödemeleri azaltacak vergileme ile şirketlere düzenlemeler getirmektir.

Yukarıda ele alınan çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde, temsili göstergeler ve ülke grupları değişkenlik gösterse de ön plana çıkan değerlendirme, finansallaşmanın emek payını azalttığı ve fonksiyonel gelir dağılımını bozduğu yönündedir. Bununla beraber ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelerin/ülke gruplarının incelendiği görülmektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler nezdinde ya da ülke bazlı gerçekleştirilecek çalışmaların dengeyi sağlama anlamında literatüre daha fazla katkı sunacağı ifade edilebilir.

2.3.3. Türkiye’deki Finansallaşma Üzerine Gerçekleştirilen Çalışmalar

Bu çalışmalardan sonra Türkiye Ekonomisine yönelik olarak finansallaşmanın etkilerini inceleyen ampirik ve teorik araştırmalar mercek altına alınmaktadır. Çalışmaların bazıları finansallaşmanın emek payına ve dolayısıyla gelir eşitsizliğine odaklanırken, bazıları da Türkiye’de yaşanan finansallaşma sürecine ışık tutmaktadır. Bu bağlamda Tellalbaş (2011), sermaye birikimi ve finansallaşma ilişkisini Türkiye açısından incelemek üzere Genelleştirilmiş Momentler Tekniğini kullanarak İMKB Sınai Endeksinde yer alan şirketlerin finansallaşmasını analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre kurulan her iki modele göre de şirketlerin finansal karlarındaki artış reel yatırımlar üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Dolayısıyla şirketlerin finansallaşması yatırım kararlarını erteleterek istihdamı ve emek payını azaltıcı yönde bir etkiye sebep olmaktadır.

Türkiye için görece erken dönem incelmesinde bulunan Oyvat (2011), Türkiye’de ücretler, küreselleşme ve gelir dağılımı ilişkisini analiz ettiği çalışmada Türkiye üretim sanayisini 22 alt kategoriye ayırarak 1981-2001 dönemi için panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Analiz sonuçlarına göre ticari serbestleşme üretim endüstrisinde emek payını azaltmaktadır. Ayrıca, finansal serbestleşme ve artan sermaye hareketliliği makro-ekonomik volatilitiyi artırıp ekonomik krizlere yol açma potansiyeli taşıdığından emeğin payına zarar vermekte ve gelir dağılımını bozmaktadır.

Tunalı ve Özdemir (2017), Türkiye’de finansallaşma ve emek payı ilişkisine dair 1990-2011 dönemi üzerine gerçekleştirdikleri çalışmada sıradan en küçük kareler (SEKK) yöntemine başvurmuştur. Elde edilen sonuçlara göre finansallaşmayı temsilen kullanılan hisse senedi devir rasyosu ile emek payı verisi arasında negatif bir ilişki vardır. Yani ilgili dönemde Türkiye’de artan finansallaşma emek payını azaltmaktadır. Ek olarak, istihdam yaratacak reel faktörler emek payını anlamlı ve olumlu olarak etkilerken, işsizlik oranlarındaki artış ise emek payını azaltmaktadır.

Atasever (2022), 2000-2020 dönemine ait verilerle Avrupa Birliği ve Türkiye’de finansallaşmanın gelir eşitsizliği üzerindeki etkisini araştırmıştır. Dinamik Panel Veri Analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada gelir eşitsizliğinin temsili için bağımlı değişken olarak Gini katsayısı, finansallaşma içinse; bankalar tarafından özel sektöre verilen yurt içi krediler (GSYH %), tüm sektörler tarafından finans dışı sektörlere verilen krediler (GSYH %) ve hanehalkına tüm sektörler tarafından verilen krediler (GSYH %) kullanılmıştır. Analizden elde edilen sonuçlara göre, ilgili dönemde Türkiye’de finans sektörünün ve hanehalkının finansallaşması gelir eşitsizliğini artırmaktadır.

Diğer bir araştırmada Koç (2013), 1980 sonrası dönemde Türkiye’de gerçekleşen finansallaşma sürecini mercek altına almıştır. Çalışmada oluşturulan finansallaşma göstergeleriyle sabit sermaye yatırımlarının GSYH içerisindeki payı arasındaki ilişkinin çeşitli eş-bütünleşme testleri ve Vektör Hata Düzeltme Modeli ile analiz edilmiş ve bu iki değişken arasında uzun dönemde negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ulaşılan sonuçlar 1980 sonrası dönemde Türkiye’nin kendine has özellikleri de içerisinde barındırdığı bir finansallaşma sürecine girdiğini ortaya koymaktadır.

Karaçimen (2013), hanehalkı borçlanması üzerinden Türkiye’de yaşanan finansallaşmayı özellikle 2001 krizi sonrası dönem için analiz etmiştir. Türkiye’de 2001 krizi sonrası dönemde reel sektör ve finansal sektör arasında yaşanan ilişkiler tüketici borçluluğunun tavan yapmasına sebep olmuş ve özellikle düşük ücret elde eden kesimi olumsuz yönde etkilemiştir. Asgari ücret kazanan çalışanlarla birebir mülakat yönteminin kullanıldığı çalışmadan elde edilen sonuçlar, borçluluğun Türkiye’de günlük yaşamın normal bir unsuru haline geldiğini, bankaların tüketicileri borçlandırmaya yönelik faaliyetlerinin de bu süreçte önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Dolayısıyla bu süreçte yaşananlar Türkiye’de değişen dinamiklerin artan finansallaşma sonucu gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Akkemik ve Özen (2014), Türkiye’de 1990-2002 dönemini kapsayan 41 firmanın verilerini kullanarak panel regresyon analizi gerçekleştirdiği çalışmasında makro-ekonomik ve kurumsal değişkenlerin firmaların finansallaşma davranışını nasıl etkilediğini incelemiştir. Elde edilen sonuçlar Türk sanayi firmalarının finansallaşma davranışının yüksek derecede belirsiz makro-ekonomik koşullara bir yanıt olarak ortaya çıktığını göstermektedir.

Akçay ve Güngen (2022), Türkiye’de yaşanan 2018-19 krizini ve Türkiye’nin finansallaşma deneyimini analiz ettikleri çalışmalarında ülkede görülen bağımlı finansallaşmanın iki karakteristiğe sahip bir ekonomik yapı üzerinden anlaşılabilirliğini ifade etmektedir. Bunlardan ilki, Türkiye’nin global finansal düzene entegre olabilmek adına yüksek faiz oranı ve yüksek dolarizasyon süreçleri yaşamasıdır. İkincisi de ülke ekonomisini merkez bankalarının kararlarının olumsuz sonuçlarına bağımlı ve kırılgan bir hale getiren sermaye hareketlerine artan bir oranla bel bağlamasıdır. Yaşanan bu olumsuzluklar ülkede baş gösteren finansallaşma olgusunun tezahürü olarak değerlendirilebilir.

Gelir eşitsizliği üzerine odaklanmayanlardan Türkiye’deki finansallaşma süreci ile bağlantılı güncel çalışmalar da bulunmaktadır (Açıkgöz ve Balkan, 2023; Apaydın ve Çoban, 2023; Kaltenbrunner vd., 2024). Çalışmaların ortak bulguları son birkaç on yıllık dönemde Türkiye’de finansallaşmanın olumsuz etkilerinin görüldüğü yönündedir. Yakın dönemde finans kesiminin ekonomi içerisinde artan rolü ve ekonomik birimlerin finansal işlemlerinde sağlanan kolaylıkların (gelişen teknoloji,

internet bankacılığı ve deregülasyonlar vasıtasıyla) devletin, şirketlerin ve hanehalkının ekonomi algılarında değişikliklere sebep olduğu görülmektedir.

Daha önce bahsedildiği üzere literatürde özellikle finansallaşma ve fonksiyonel gelir dağılımı etkileşimine ilişkin gelişmekte olan ülkeler ve bu grupta yer alan ülkeler bazlı çalışmaların eksikliği hissedilmektedir. Dolayısıyla finansallaşmanın emek payına olan etkisini Türkiye özelinde inceleyen bu çalışmanın ilgili literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

2.4. Finansallaşmanın Emek Piyasasına ve Gelir Dağılımına Yönelik Etki Kanalları

Finansallaşma, finansal sektördeki faaliyetlerin büyümesi ve finansal varlık fiyatlarındaki artışlar aracılığıyla gelir dağılımını etkileyebilmektedir. Özellikle finansal varlık sahipliği ve finansal piyasalardaki yüksek oranlı getiriler, belli bir zümrenin zenginliğini ve gelir eşitsizliğini artırabilir. Finansallaşmanın diğer etkilerinden biri, finans sektöründeki yüksek ücretlerin diğer sektörlerle kıyasla daha fazla gelir eşitsizliği yaratmasıdır. Finans sektöründe çalışan ve üst pozisyonda bulunanların (CEO vb.) elde ettikleri yüksek ücretler, gelir dağılımındaki uçurumu genişletmektedir. Finansallaşma, istihdam yapısında da değişikliklere neden olabilmektedir. Finans sektöründeki büyüme, yüksek vasıf gerektiren işlerde artışa ve düşük vasıflı işlerde azalmaya yol açarak, gelir eşitsizliğini artırıcı yönde bir etkiye bulunmaktadır.

Genel olarak bakıldığında küreselleşme, neo-liberalizm ve finansallaşma, içinde bulunduğumuz ekonomik düzendeki son kırk yıllık değişimin üç önemli sacayağını oluşturmaktadır. Bu bağlamda Hein (2015) finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımı üzerindeki etki mekanizmalarını bu üç olgu çerçevesinde şu kanallar üzerinden sıralamaktadır (Hein, 2015: 921):

- Hissedar değeri yaklaşımının (shareholder value) artışı ve kısa vadeyi hedefleyen yönetim anlayışının uygulanmaya başlaması,
- Artan temettü (kar payı) ödemeleri,
- Faiz oranlarının yükselmesi ve artan faiz ödemeleri,
- Yönetim kademesinde yer alan üst düzey yöneticilerin maaşlarının artması,

- Finansal yatırımlardan reel yatırımlara kayma,
- Şirket birleşmeleri ve şirket alımları (merge and acquisition),
- Finansal ve ticari ilişkilerin globalleşmesi,
- Emek piyasasının esnek hale getirilmesi,
- Ekonomik bir ajan olarak devlet aktivitelerinin azalması.

Hein (2015) bu değerlendirmeleri yaparken ilk yedi maddenin finansallaşmadan, son iki maddenin ise uygulanan neo-liberal politikalarla kaynaklandığını ifade etmektedir.

Finansallaşmanın emek payının azalmasına sebep olduğu kanallardan birini de hanehalkı borçluluğu oluşturmaktadır. Finansal piyasaların büyümesiyle birlikte, hanehalkının borçlanma oranlarında artış gözlemlenmektedir. Özellikle düşük ve orta gelirli kesimler, gelirlerinin azalmasına rağmen tüketim düzeylerini koruyabilmek için krediye bağımlı hale gelmektedir. Bu durum, hanehalkı üzerinde ek bir finansal yük oluştururken, aynı zamanda iş gücü piyasasında emeğin pazarlık gücünü zayıflatır (Orhangazi, 2008: 45). Böyle durumlarda zaten borç sarmalına giren hanehalkının çalışma koşullarının iyileştirilmesi ya da hak edişlerinin düzenlenmesi noktasında talepte bulunma şansı da azalmaktadır.

Bundan sonraki başlıklarda finansallaşmanın emek payını ve dolayısıyla fonksiyonel gelir dağılımını etkilediği temel kanallar incelenmektedir.

2.4.1. Hissedar Değeri Yaklaşımı (Shareholder Value)

Finansallaşma literatürünün mikro çerçeveden bir bakış açısıyla ortaya koyduğu “hissedar değeri yaklaşımı”, üretim maksatlı kurulan şirketlerin esas faaliyet alanlarından çıkmalarını ve sabit yatırımlarını hissedarları uğruna ötelemeleri sürecini ifade etmekte ve makro-ekonomik anlamda sebep olduğu olumsuz etkiler anlamında çalışmalara sıkça konu olmaktadır.

Firmaların kısa vadeli hedeflere yönelerek yalnızca hisse değerini artırmaya odaklanmaları, finansal kazançlarını yükseltme çabaları ve maliyetleri düşürme adına sermaye yatırımlarını azaltmaları, emek talebini azaltma veya işgücüne yönelik harcamaları kısıtlamaları, işgücünün payını olumsuz etkileyen unsurlar olarak öne çıkmaktadır. İlk olarak, hissedar değeri yaklaşımı, şirketlerin yönetim biçiminde köklü

değişikliklere yol açarak üretim ve istihdam yapısının bozulmasına neden olmuştur. Hissedarların çıkarlarını önceliklendiren bu yaklaşım, kâr payı ödemelerinin artırılması ve hisse geri alımları (buyback) gibi uygulamalarla şirket kaynaklarının bu alanlara yönelmesine sebep olmuştur. İşgücü, önemli bir maliyet unsuru olarak görüldüğünden, fiyatların ücretlerden daha esnek olmasından faydalanarak bu maliyetlerin fiyatlara yansıtılması, reel ücret kayıplarını da beraberinde getirmiştir.

Fligstein (2001)'a göre, hissedar değeri modelinde finans odaklı yöneticilerin büyük şirketleri kontrol etmeye başlaması ile birlikte hisse senedi fiyatlarını artırmak şirketlerin ana hedefi haline gelmiştir. Tomaskovic-Devey ve Lin (2011), üst yönetim maaşlarının hisse senedi opsiyonlarına bağlanmasının bu eğilimi özellikle güçlendirdiğini ve CEO'ların ve yönetim kurullarının odağını uzun vadeli pazar payı, satışlar ve üretken yatırımlardan kısa vadeli finansal yatırımlara ve manipülasyonlara kaydırıldığını ifade etmiştir. Finansal olmayan şirketler giderek daha fazla kendi ana iş kolları yerine finansal araçlara yatırım yapmaya başlamıştır (Fligstein, 2001; Kus, 2012: 484). Dışardan bakıldığında, risk barındıran ve daha maliyetli olan reel yatırımlara yönelmek yerine, mevcut kuralsızlaştırma ortamında kısa vadede kar elde imkânı sunan finans kesiminin odak noktasına alınması şirket ve şirket yöneticileri açısından oldukça rasyonel görünmektedir.

Finansallaşmanın politik ekonomi alanında önem kazanmasıyla birlikte, şirket yönetiminde hissedar değeri yaklaşımının etkileri daha belirgin hale gelmiştir (Lazonick ve O'Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008a, 2008b). Hâlbuki 1980 öncesinde, hem ABD'de hem de diğer ülkelerde, büyük şirketler "elinde tut ve yeniden yatırım yap" (retain and reinvest) ilkesine göre yönetilmiştir. Bu bakış açısı, işçilere ve şirketlerin kendisine önemli faydalar sağlamış, bu yolla elde edilen birikim de yeni reel yatırımların önünü açmış ve istihdam yaratımına büyük katkı sunmuştur (Lazonick ve O'Sullivan, 2000: 14). Fakat yeni dönemde benimsenen hedefler ve politikalar Keynesyen dönemde emek lehine elde edilen kazanımların hızla kaybedilmesine sebep olmuştur.

Sermaye yatırımları konusunda, finansallaşma, firmalar ve çalışanlar karşısında hissedarların gücünü artırmış, rantiyerler tarafından elde tutulan hisse senetleri ve tahvillerin getiri oranlarını yükseltmiş ve yönetimi kısa vadeli performansa dayalı ödeme planları, ikramiyeler, hisse senedi opsiyon programları gibi

uygulamalarla hissedar çıkarlarıyla uyumlu hale getirmiştir. Bu durum, bir yandan yönetimi kısa vadeli düşünmeye zorlayarak sermaye yatırımları ve firmanın uzun vadeli büyümesi konusunda yönetimin "hayvani güdülerini" azaltmış ve kısa vadede yüksek kâr getiren finansal yatırımlara olan tercihi artırmıştır. Diğer yandan, artan temettü ödemeleri ve hisse geri alımları (buyback) yoluyla hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla hissedar değerini artırarak, firmaların gerçek yatırımlar için kullanılabilir iç finansman kaynaklarını tüketmiştir. Bu "tercih" ve "iç finansman kaynakları" kanalları, firmaların sermaye yatırımları ve dolayısıyla ekonominin uzun vadeli büyümesi üzerinde kısmen olumsuz etkiler yaratmıştır (Eckhard, 2015: 908). Hissedar değerini ilk sıraya koymanın getirdiği maliyetler, hissedarlara yapılan temettü ödemeleri ve hisse geri alım işlemleri dolaylı maliyetlerde artışa sebep olmuş, bu durum da fiyatlara yansıtılarak telafi edilmeye çalışılmıştır. Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen artışlar da reel ücretlerin aşınmasına sebep olmuştur. Dolayısıyla emek tarafı hem şirketlerin reel yatırımlarını ötelemesi sebebiyle azalan istihdamdan hem de şirket politikası gereği öncelik verilen hissedarların maliyetini üstlenmelerinden dolayı zarar görmüştür.

2.4.2. Ekonomik Bir Ajan Olarak Devlet Aktivitelerinin Azalması

Mali sektörün büyümesini ve kârlılığını teşvik etmeyi amaçlayan hükümet politikalarının eşitsizlik üzerinde de etkileri olması muhtemeldir. 1980'lerden bu yana, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarını yöneten parasalcı ekonomistler için ekonomideki enflasyonist baskıları azaltmak önemli bir endişe konusu olmuştur. Enflasyon, bankaların müşterilerden borç alabilme ve yatırımcılara kredi verebilme yeteneklerini zayıflattığından ve nihayetinde bankaların kârlılığını azalttığından, enflasyon hedefleme politikaları bankalar için elverişli olmuş ve geniş finans topluluğu tarafından memnuniyetle karşılanmıştır. Ayrıca, bu parasalcı politika yönelimi genellikle sosyal harcama kesintileri gibi kemer sıkma önlemlerinin benimsenmesini içermiş, bu da hükümetlerin yeniden dağıtım yapabilme yeteneklerini sınırlandırarak eşitsizliklerin artmasına yol açmıştır.

Neo-liberalizm ve finansallaşma tam olarak birbirinin yerine geçmemekle birlikte, birbirlerine yakın olgulardır. Dünhaupt (2017)'a göre, bazı araştırmacılar finansallaşma olgusunun, finansal aktörlerin çıkarlarını koruma ve karlarını

maksimize etme amacıyla neo-liberalizmi teşvik ettiğini belirtirken, diğer yazarların ise neo-liberalizmi finansallaşmanın önünü açan bir dönüm noktası olarak gördüğünü vurgulamaktadır. Bu iki kavram arasındaki yakın ilişki, devletin ekonomideki rolü üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Ülkeler arasındaki kapitalizm çeşitliliği, devletin ekonomik aktivitelerindeki azalmanın her yerde ve aynı hızla gerçekleşmesini engellemiş olmasına rağmen, 1980 sonrası dönemde, özellikle gelişmiş kapitalist ekonomilerde ve gelişmekte olan ülkelerde, devletin ekonomideki ağırlığının azalması genel bir eğilim olarak ön plana çıkmıştır.

Washington Uzlaşısının oluşturduğu ekonomik yapı, devlet harcamalarının azaltılması yönünde genel bir uzlaşya sahiptir. Özellikle piyasa disiplinine verilen önem doğrultusunda, piyasa mekanizmalarının işleyişini bozabilecek ve ekonomik değişkenleri etkileyebilecek devlet müdahaleleri en aza indirilmeye çalışılmıştır. (Jayadev, 2007: 431). Yapısal uyum programları çerçevesinde ülkelere önerilen kemer sıkma politikaları ve dengeli bütçe politikaları da devlet harcamaları üzerinde önemli kısıtlamalar getirmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, özellikle 1990'ların başından itibaren yoğun bir şekilde uygulanan bir politika olmuş ve bu süreçte harcamaların kısıtlanması ve sıkı mali disiplinin sağlanması amaçlanmıştır.

Beşeri sermayeyi artıran ve işsizlikten kaynaklanan gelir kaybını azaltan eğitim ve sağlığa yönelik harcamalar, devletler tarafından toplanan vergilerle finanse edilmektedir. Bu bağlamda, devletlerin hayata geçirdiği ekonomi politikaları, farklı sosyal gruplar arasındaki gelir dağılımını etkileyebilir. Tayin edilen vergi düzenlemeleri ile gelirlerin hangi kesimler tarafından daha fazla karşılanacağı önemli bir konudur. Devletler, vergi toplama ve bu gelirlerin dağıtımı yoluyla ekonomik refahı finans sektöründen reel sektöre veya sermaye gelirlerinden emek tarafına yönlendirebilir (Pierson, 2014: 152).

Refah devleti politikalarının sınırlı düzeyde uygulanması, geniş halk kesimlerinin faydalandığı dolaylı gelirlerde ciddi kayıplara yol açarken, gelir adaletini sağlayabilecek politikaların da etkin şekilde hayata geçirilmesini engellemektedir. Buna ek olarak, 1980 öncesi dönemin temel ekonomi politikalarından biri olan tam istihdam hedefi terk edilip, yerini fiyat istikrarı ve düşük enflasyonun öncelikli hedef olduğu politikalar almıştır. Ulusal ve uluslararası düzeyde enflasyon kontrolünün öncelik haline getirilmesi, finansal sektörün enflasyonist baskılar karşısında kârlılığını

koruma isteği ile küresel sermaye hareketlerinin daha sorunsuz işlemlerine yönelik bir arzuya işaret etmektedir. (Eroğlu, 2007: 8; Stiglitz, 2016: 316). Dolayısıyla, değişen iktisadi politikalar, neo-liberal politikalar kapsamında devletin hem denetleyici hem de düzenleyici konumunu terk etmesi ve sosyal harcamaların kısılması emek tarafının mevzi kaybetmesine sebep olarak gelir adaletsizliğinin artmasına sebep olmuştur.

2.4.3. Finansal Olmayan Şirketlerin Finansal Harcamaları ve Finansal Karları

İncelenen dönemde, finansal olmayan şirketler, gelir elde etmek veya daha geleneksel üretken faaliyetler yoluyla elde edilen kâr kayıplarını telafi etmek için giderek daha fazla finansal faaliyetlere ve kurumlara bağımlı hale gelmiştir. Örneğin, finansal olmayan firmaların kurumsal nakit akışındaki portföy gelirinin payı Amerika Birleşik Devletleri'nde keskin bir şekilde artarak, 1960'ların ortalarında yaklaşık %14 iken, 1980'ler ve 1990'larda %40'ın üzerine çıkmıştır. Bu eğilim, finansal olmayan firmaların gelirlerinin giderek daha fazla finansal gelir kaynaklarından geldiğini göstermektedir (Crotty, 2006: 107). Aynı dönemde, finansal olmayan firmalar tarafından finansal varlıkların artan şekilde edinilmesine de tanık olunmuştur. Crotty'nin Federal Reserve verileri analizine göre, finansal olmayan şirket varlıklarının değeri, maddi varlıklarının toplam değerin yüzdesi olarak 1984'ten sonra keskin bir şekilde artmıştır. 1990'ların sonuna geldiğinde ise iki kattan fazla artış görölmüştür. Çeşitli finansal olmayan şirketler, hatta özünde sanayi firmaları bile, GE Capital ve Sears Financial örneklerinin en ünlü şekilde temsil ettiği gibi, bankacılık operasyonları kurmaya ve yönetmeye başlamışlardır (Krippner, 2011).

Finansallaşma literatüründe öne çıkan bir diğer mekanizma, Kalecki'nin bölüşüm teorisine dayalı olarak işleyen bir yapıdır. Bu doğrultuda, finans dışı şirketlerin finansal ödemeleri ve mark-up fiyatlama, milli gelir içerisindeki emek payı üzerinde olumsuz etkiye sebep olabilmektedir (Dünhaupt, 2017: 287; Hein, 2015: 922-923).

Finansal olmayan şirketler giderek daha fazla finansal faaliyetlere, örneğin hisse geri alımları, temettü ödemeleri ve borç finansmanı gibi konulara kaynak ayırması, üretken sermaye yatırımlarına ayrılan kaynakları kısıtlamaktadır. Bu durum emek talebini düşürerek ücretler üzerinde baskı oluşturmaktadır. Orhangazi (2008),

şirketlerin artan finansal harcamalarının, yatırım oranlarını düşürdüğünü ve bu nedenle emek gelirlerinde uzun vadeli bir azalan trend ortaya çıktığını ifade etmektedir. Benzer şekilde Stockhammer (2004), finansallaşmanın sebep olduğu finansal faaliyet yöneliminin, reel yatırımları kısarak üretim kapasitesini ve dolayısıyla emek gelirlerini olumsuz etkilediğini öne sürmektedir.

2.4.4. Finansal Piyasalarda Balon Oluşumu ve Finansal Kriz Riski

Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbestleştiği küresel bir ortamda, finansal krizlerin sayıları, sıklığı ve yıkıcı etkileri giderek artarak iktisat literatüründe önemli tartışmalara neden olmaktadır. Bu tartışmaların merkezinde, finansallaşmanın ekonomik dalgalanmalar ve krizler üzerindeki etkileri bulunmaktadır. Özellikle son yıllarda, finansallaşmanın makro-ekonomiyi olumsuz etkileyerek krizlere zemin hazırladığı sıkça dile getirilmektedir. Bu bağlamda, finansallaşma kavramı, neo-liberal ekonomi politikalarına yönelik eleştirilerle birlikte Hyman P. Minsky'nin finansal istikrarsızlık tezlerinin birleştiği bir noktada değerlendirilmektedir (Tiryaki, 2012: 8). Son yaşanan finansal krizlerin açıklanması için, Minsky'nin çalışmaları tekrar gözden geçirilmiş ve finansal yapının neden kırılğan hale geldiği Minsky'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi" ile anlaşılmaya çalışılmıştır.

Finansal yapının reel ekonomiyle ilişkisi, neredeyse Büyük Buhran'dan beri tartışılan bir konudur ve finansal sistemin reel ekonomik faaliyetlerle birlikte çökmesi, ekonomistlerin uzun süredir üzerinde durduğu bir meseledir. Fisher (1933), kötü performans gösteren finansal piyasaların ekonomik gerilemenin ciddiyetini artırabileceğini vurgulamıştır. Ancak, özellikle ana akım iktisat literatüründe uzun bir süre üretim ile kredi piyasaları arasındaki ilişkinin yeterince ele alınmadığı belirtilmektedir (Gertler, 1988: 561).

Kredi piyasalarının evrimi, ekonomide kredinin rolünü derinden etkilemiştir. 1980'lerin başlarında ortaya çıkan "kredi görüşü" giderek daha fazla ilgi görmeye başlamıştır. Bu görüşe göre, banka kredilerinin miktarı ve mekanizması önemlidir ve ekonomik analizlerde göz ardı edilmemesi gereken önemli unsurlardan biridir ki bu yaklaşım Frederic S. Mishkin (1978), Ben S. Bernanke (1983) ve Mark Gertler (1988) gibi ekonomistler tarafından geliştirilmiştir.

Son 20-30 yılda küresel düzeyde finansal derinleşme süreci hızla büyümüştür. Finansal aracılık genişlemiş ve bu süreçte banka kredilerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı önemli ölçüde artmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında olumlu bir ilişki kurulmuş olmakla birlikte, bu eğilim istikrarlı bir seyir izlememiştir. Bazı ülkelerde finansal derinleşme görece olumlu bir şekilde ilerlerken, diğerlerinde toplam kredi miktarı hızla artmış veya kredi patlamaları yaşanmış, hatta zaman zaman finansal zorluklar ve bankacılık krizleriyle karşılaşmıştır. Finansal krizlerin kökenleri ve bunların nasıl önlenebileceği konularında birçok iktisatçı araştırma yapmıştır, ancak bu konuda genel bir uzlaşma sağlanabilmiş değildir (Barajas vd., 2007: 2).

İktisadi literatürde, finansal krizler genellikle finansal kurumların, bireylerin ve birimlerin davranışları, finansal piyasalardaki asimetric bilgi, ahlaki erozyon ve ters seçim riski, aşırı kredi genişlemesi, finansal serbestleşme ve düzenlemelerde gevşeme gibi birçok etken ve koşulun etkisiyle açıklanmaktadır. Nitekim 2008 yılında yaşanan son küresel krizin, 1980'ler itibarıyla etkisi artmaya başlayan ve günümüze kadar devam eden finansallaşma sürecinin bir sonucu olduğu iddia edilmektedir. Her ne kadar bu kriz finans kesimi kaynaklı gerçekleşmiş olsa da finans sisteminin geldiği nokta ve kapitalist düzeni büyük oranda değiştirmiş olduğu gerçeği ana akım yaklaşımlarca yeterince irdelenmemiş, kriz üretme potansiyeli yeterince ciddiye alınmamıştır.

3. TÜRKİYE’DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ

Öncelikle gelişmiş ülkelerde baş gösteren ve sonrasında Dünya Bankası, IMF ve benzeri çatı kurumların uygulamalarıyla gelişmekte olan ülkelerde de kendine hareket alanı bulan finansallaşma, kuşkusuz Türkiye’yi de etkisi altına almıştır. Bu bölümde Türkiye’nin ekonomi tarihinde bir kırılma noktası olarak ifade edilebilecek 1980 yılının öncesi ve sonrasındaki gelişmeler aktarılmaktadır. Dönemler şeklinde yapılan ve özellikle finansal yapıyı mercek altına alan incelemelerle beraber Türkiye ekonomisinin finansallaşmaya giden yolda yaşadığı dönüşüm verileriyle gerçekleştirilen analizler vasıtasıyla ortaya konulmaktadır.

3.1. Neo-Liberal Politikalara Geçiş Öncesi ve Sonrası

1923 yılında Osmanlı Devletinin yıkılması ile beraber kurulan Türkiye Cumhuriyetinin ekonomi tarihi, kendi içerisinde yaşadığı sorunlarla beraber genel olarak dünyadaki gelişmelerden de etkilenmiştir. Hem ülke içinde yaşanan problemlerin bertaraf edilmesi hem de dünyadaki değişimlerin kaçırılmaması için süreç titizlikle sürdürülmüş, düzenli olarak yapılan kongre ve toplantılarla güncel politikalar belirlenmiştir. Kronolojik olarak gelişmelerin daha iyi irdelenebilmesi adına 1980 öncesi ve sonrası sürecin dönemler halinde incelenmesi faydalı olacaktır.

3.1.1. 1980 Öncesi Dönemde Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı

11 Ekim 1922’de imzalanan Mudanya Mütarekesi ile fiilen Kurtuluş Savaşı’nı kazanan ve bağımsızlık mücadelesinden başarıyla çıkan Türkiye’nin öncelikli konusu benimsenecek ekonomi politikalarının belirlenmesi olmuştur. Öyle ki o dönemde meclisin asıl gündemi yurdun işgalden kurtarılması olsa da hedeflenen ekonomik bağımsızlığa ulaşmak için 17 Şubat 1923’te İzmir İktisat Kongresi Kazım Karabekir başkanlığında toplanmıştır. Kongrede alınan ve öne çıkan kararlar, sanayinin teşvik edilmesi ve milli bankaların kurulması, özel teşebbüsler için kredi sağlayacak bir devlet bankasının kurulması, devletin özel sektörün yetersiz kaldığı durumlarda teşebbüslerini gerçekleştirebilecek seviyeye çıkarılması şeklindedir. Genel anlamda kabul edilen ekonomik anlayış dünyayla entegre hareket etme düşüncesiyle liberal

politikalara dayandırılmıştır. İzmir İktisat Kongresi’nde alınan kararlar ülkenin 1929 buhranına kadar olan süreçteki ekonomi programında oldukça belirleyicidir.⁴

1929 yılında büyük ekonomik buhranın ortaya çıkışı ile ülkeler daha korumacı iktisadi politikalar gütmeye başlamıştır. Bu doğrultuda Türkiye’de de 1929 yılında 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile birlikte ülkedeki dövizin kontrol altına alınması, 1930’da 1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile yabancı sermaye hareketlerinin denetime tabi tutulması kararlaştırılmıştır (Uludağ ve Arıcan, 2003: 294). 1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu “kambiyo mevzuatının anayasası” olarak da ifade edilmektedir. Bu kanun ile birlikte banka ve finansal kurumların yurt içi ve yurt dışında döviz kredisi kullanımlarına dair takip etmeleri gereken usul ve esaslar tayin edilmiştir. Bu uygulamalarla yabancı sermaye hareketlerinin denetlenmesi ve kontrol altına alınması hedeflenmiştir. Türk parasının değerinin korunmasına ilişkin gerekli önlemleri alma yetkisi ise Bakanlar Kurulu’na verilmiştir.

Finans alanında ortaya çıkan en önemli gelişmelerden biri de 30 Haziran 1930 tarihinde 1715 sayılı yasa vasıtasıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) kurulmasıdır. TCMB’nin kurulmasına giden süreçte 1929 buhranı öncesinde tecrübe edilen dış ticaret zorlukları ve Türk parasının değer kaybında görülen artış gibi gelişmeler belirleyici olmuştur. Merkez Bankası para piyasalarını düzenleme, iskonto oranını belirleme, hazine işlemlerini gerçekleştirme ve Türk Lirasının istikrarını sağlama görevlerini üstlenmiştir (Koçtürk ve Gölalan, 2010: 54). Merkez Bankası özel hukuk tüzel kişiliğine sahip, özel sermayenin de katılım gösterdiği anonim bir ortaklık olarak kurulmuştur ve 3 Ekim 1931 yılında faaliyetlerine başlamıştır (Delice, 2015: 27).

1930-1939 döneminde, uygulanan iktisat politikaları bağlamında iki özellik ön plana çıkmaktadır: Korumacılık ve Devletçilik. İktisat politikalarının hedefleri ve elde edilen sonuçlar çerçevesinde bu yıllar ilk sanayileşme dönemi olarak nitelendirilebilir (Boratav, 2007: 321). Özetle 1930’lu yıllar Türkiye ekonomisinde korumacı-devletçi iktisat politikalarının uygulandığı bir döneme işaret etmektedir. Şüphesiz bu durumun gerçekleşmesinde 1929 ekonomik buhranı ile büyük yara alan klasik iktisadın liberal

⁴ Boratav (1998), Türkiye’nin 1923-1929 yılları arasındaki dönemini “açık ekonomi koşullarında yeniden inşa” olarak tanımlamıştır.

politikalarının gözden düşmesi büyük rol oynamıştır. Dünyadaki gelişmeler ile paralel olarak Türkiye de bu süreçte devletin ekonomiye daha fazla ağırlığını koyduğu bir sürece geçiş yapmıştır. Klasik ekonominin yükselişi ile beraber önemli bir süre serbest piyasa ekonomisini uygulamaya koyan ülkeler yaşanan büyük krizin ardından yeni arayışlara girecektir.

Bu gelişmeler ışığında 1934 yılında devlet öncülüğünde Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı hazırlanmış ve bu plan 1934-1938 yılları arasında da uygulanmıştır. Birinci programın başarılı bir şekilde uygulanması ile beraber 1936 yılında İkinci Beş Yıllık Sanayi Planı hazırlanmaya başlanmış ve 1938 yılında da hazırlanan program kabul edilmiştir. Üretimde kullanılan hammaddelerinin tamamı ya da büyük bir kısmı yurt içinde bulunan sanayi kollarının devlet eliyle desteklenmesi ve geliştirilmesi odaklı olarak hazırlanan ikinci plan İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması sebebiyle uygulamaya koyulamamış ve sanayi planları kesintiye uğramıştır.

Türkiye İkinci Dünya Savaşı'na girmeyerek fiili anlamda cephelerde savaşmamış olmasına rağmen savaş ekonomisinin yansımalarından derinden etkilenmiştir (Boratav, 1998: 63). Örnek olarak, savaş öncesi kişi başına milli gelir 431 lira iken 1945 yılına gelindiğinde seviye 316 liraya kadar düşmüştür. Savaşa yaklaşılın dönemde toplam üretimin bedeli 16 milyar lira iken, savaşın ardından toplam üretim yaklaşık %63 oranında düşerek 5.9 milyar lira olmuştur (Karpav, 2012: 165). Savaş sonrasında savaşın yıkıcı etkileri ile birlikte derin yara alan dünya ticaretinde serbestliğin sağlanması ve ticaretin canlandırılması ve küresel bir para sistemi belirleyerek ortak bir ödeme aracı tayin edilmesine yönelik girişimlere başlanmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda White Planı devreye sokulmuş, IMF ile Dünya Bankası kurulmuştur. Dünya üzerinde bundan sonraki ekonomik ve finansal düzenin belirleyicisi olacak olan bu kurumlar, yeni dünya düzenini belirleyecek politikalar üretmeye başlamıştır. Ayrıca Bretton Woods'ta alınan kararlar doğrultusunda dolar küresel para olarak kabul edilmiş ve 1 ons altın 35 dolara eşitlenmiştir (Öztürk, 2002: 100). Türkiye ise bu gelişmelere ABD'nin Marshall Planı ve Truman Doktrini kapsamındaki hem askeri hem de ekonomik yardımlarını kabul ederek dâhil olmuş ve ABD'nin ve kurulan yeni kurumların ortaya koyduğu ekonomi politikalarını kabul etmek durumunda kalmıştır.

Türkiye’de 1930 itibarıyla başlayan ve İkinci Dünya Savaşı’nın sonuna kadar devam eden korumacı ve içe dönük iktisat politikaları 1946 itibarıyla esnek hale getirilerek ithalata yönelik olarak belirlenmiş kısıtlar kaldırılmaya başlanmıştır. Sadece iç piyasaya değil, dış pazarlara yönelik olarak da üretimin gerçekleştirilmesi, yabancı sermayeye açık bir ekonomik modele geçilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca kurulan Milli Kalkınma Partisi ve Demokrat Partisi ile birlikte Türkiye çok partili sisteme geçerek bir sonraki seçimleri bu sistem üzere gerçekleştirmiştir (Kazgan, 2013: 84). Türkiye bu gayretlerle ABD’nin demokratikleşme çağrılarına kulak verdiğini ve ABD’den gelecek yardımların karşılığı olarak yeni dünya düzenine ayak uyduracağını göstermiştir. Türkiye ve Yunanistan’a yaptığı askeri ve ekonomik yardımlar neticesinde ABD, Sovyetler Birliği’ne karşı verdiği mücadelede yeni cepheler kazanmış ve elini kuvvetlendirmiştir.

İlk bakışta kaynak bulmada zorluk çeken Türkiye Ekonomisi için faydalı görünen yardımların karşılığı olarak Türkiye, ABD tarafından kendisine biçilen rolü kabul etmek durumunda kalmıştır. Marshall Planı Türkiye Özel Misyonu Başkanı Russel Dorr 1951 yılında yaptığı açıklamada yapılan yardımların karşılığı olarak Türkiye’den “hür dünyanın ordularının ve savunma fabrikaları işçilerinin ihtiyaçlarını karşılamak üzere” buğday üretimini artırmasını beklediklerini ifade etmiştir. Açıklamaya göre Türkiye, dostlarına ihtiyaçları olan gıda maddeleri, kömür ve hammadde temini noktasında üzerine düşeni yapmakla görevlendirilmiştir. Bu durumda Türkiye’nin uluslararası düzendeki yeri Batı’nın gıda ve hammadde ihtiyaçlarını karşılamak şeklinde belirlenmişti. Türkiye sanayileşmekten vazgeçmeli ve bir tarım ülkesi olarak tarım ihracatını artırma şeklinde bir politika izlemeliydi (Oktar ve Varlı, 2010: 10). Dolayısıyla ABD’nin Türkiye için yaptığı yardımların netice itibarıyla faydalı mı yoksa zararlı mı olduğu konusu hala tartışma konusudur.

İkinci Dünya Savaşı’nın sonu itibarıyla başlayan süreçteki ilk on beş yıllık dönem finans sektörü açısından özel bankaların gelişme gösterdiği dönem olarak ifade edilebilir. Bu süreçte devletçi politikaların yerine sanayi sektörünün gelişmesi için özel sektörün desteklenmesi yoluyla kalkınma hedeflenmiştir. Özel sermaye birikimi bu süreçte, özellikle 1950’den sonra ekim alanlarının hızla genişlemesi, verimli ekim zamanlarından geçilmesi ve tarımda makineleşmenin artması ile birlikte büyük oranda artış göstermiştir. Bu unsurlarla özel sektörün güçlenmesi ve sanayi politikalarındaki

değişiklik finans kesimini de etkilemiş ve özel bankacılığın artış göstermesini sağlamıştır (TBB, 2008: 6). 1958 yılına gelindiğinde yaşanan ekonomik darboğaz bu olumlu havanın dağılmasına sebep olsa da bankacılık sektörünün gelişmesine yönelik olarak aynı yıl içerisinde Türkiye Bankalar Birliği kurulmuştur. Bu kurum vasıtasıyla bankacılık mesleğinin gelişmesi, bankalar arasında dayanışma ortamının tesis edilmesi ve haksız rekabetin engellenmesi hedeflenmiştir (Akgüç, 1989: 48).

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1950'lerin ortalarına kadar olan dönemde tarım odaklı izlenen politikalardan ötürü Türkiye 'de sanayileşme süreci kesintiye uğramıştır. Dış açıkların kronikleştiği, dışarıdan gelen krediler ve yabancı sermaye hareketleri ile ayakta durabilen bir ekonomik yapı baş göstermiştir. Bu süreçte serbestleşme odaklı yürütülen dış ticaret rejimi ile dış pazara yönelme, tarıma, madencilığe ve inşaat sektörlerine odaklanma şeklinde bir kalkınma politikası yürütülmüştür. Kronik dış açıklar yüzünden dışarıya bağımlı bir şekle bürünen ekonomik düzen Türkiye ekonomisinin bundan sonraki görünümünde kalıcı hale gelecektir (Boratav, 1998: 74). İçinde bulunulan dönem itibarıyla Türkiye'nin dış borcu 1958'e gelindiğinde 256 milyon dolara ulaşmıştır (Kazgan, 1988: 276).

1960 yılına gelindiğinde ise Türkiye gündemine damgasını vuran ve Demokrat Parti dönemini sonlandıran askeri darbe 27 Mayıs günü gerçekleşmiştir ve böylelikle ağırlıklı olarak liberal politikaların tercih edildiği dönem son bulmuş ve belli periyotlar halinde uygulanan kalkınma programlarının ön plana çıktığı planlı bir döneme geçiş yapılmıştır. Bu planlama kapsamında 1980'lere kadar olan süreçte, 1963-1967 yılları arasında Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1968-1972 yılları arasında İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1973-1977 yılları arasında Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı ve 1979-1983 yılları arasında da Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı uygulamaya koyulmuş ve sanayi sektörünün geliştirilmesine yönelik uygulanacak politikalar belirlenmiştir.

Devletin etkinliğini artırdığı planlı kalkınma döneminde bankacılık sektörü de büyük oranda kamu kontrolü altına girmiştir. Mevduat ve kredi faiz oranları banka komisyon oranları ve kredi limitleri ithal ikameci politikalar doğrultusunda şekillendirilmiş, bankaların temel görevi kalkınma planlarına yönelik olarak gerçekleştirilen yatırımları finanse etmek şeklinde belirlenmiştir (TBB, 2008: 12). 1960'lı yıllarda dünya koşullarının da oluşturduğu olumlu ortamla beraber imalat

sanayiinde yılda %10'a, ekonominin geneli içinse 6'ya varan büyüme rakamlarına ulaşılmıştır. 1962-1977 yılları arasında kişi başı gelirin azaldığı ya da ekonomide küçülmenin görüldüğü herhangi bir yıl olmamıştır. Yıllık enflasyon yine 1960'lı yıllarda hiçbir zaman %10'u aşmamıştır. Ayrıca bu dönem imalat sanayiinde istihdamın en hızlı arttığı dönem olarak kayıtlara geçmiştir (Pamuk, 2014: 35).

Planlı dönemde hızlandırılmış bir kalkınma süreci yaşanmış olsa da sanayileşme finanse edilirken enflasyonu artıran yöntemlere başvurulması, sanayinin dış tüketime değil de iç tüketime yönelik gelişim göstermesi 1970'li yıllarda kritik seviyede döviz sorunun yaşanmasına sebep olmuştur (TBB, 2008: 14). Özellikle 1977 yılı dış ticaret göstergelerinin gözle görülür bir şekilde bozulmaya başladığı yıl olmuştur. İhracat bir önceki yıla göre 200 milyon dolar gerilemiş, ithalat ise 660 milyon dolar artmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı %30'a düşmüş, dış ticaret açığı da 4 milyar doların üzerine çıkmıştır (Boratav, 1998: 115).

Türkiye'de finansal piyasaların 1980 yılı öncesindeki özellikleri genel olarak şu maddeler itibarıyla özetlenebilir (Binay ve Kunter, 1998: 5):

- i. Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, enflasyon yüksek ve dalgalı olarak seyrederken kredi ve mevduat reel faiz oranları genellikle negatifti.
- ii. Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerinde kambiyo kısıtlamaları mevcuttu.
- iii. Kişiler portföylerinde döviz bulunduramazlardı çünkü buna izin yoktu.
- iv. Kalkınma sürecinde önceliğe sahip sektörlerle ucuz kredi desteği verilmekteydi.
- v. Mali piyasalardaki işlemler ve bu işlemlerden elde edilen gelirlere uygulanan vergi oranı görece daha yüksekti. Aracılık hizmeti maliyetliydi.
- vi. Mali sistem kurumsallaşmamıştı.
- vii. Yerli ve yabancı bankalara mali sisteme kaydolma sürecinde önemli kısıtlar uygulanmaktaydı.
- viii. Şirketlerin başvurabileceği tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Henüz menkul kıymet piyasası var olmadığından dolayı şirketler hisselerini satmak suretiyle gelir elde edemiyordu.
- ix. Zorunlu karşılık ve disponibilibite oranları görece yüksekti.

Genel olarak bakıldığında 1980 öncesi dönemde neo-liberal politikalardan yoksun bir ekonomik ortam içerisinde şekillenen ve yeterince gelişkin olmayan bir finansal yapı göze çarpmaktadır. Bunun dışında 1970'lerin sonunda ekonominin geneli için de durum pek iç açıcı değildir, zira uygulanan planlı sanayileşme politikalarının getirdiği olumlu hava da kaybolmuştur. Dünyada da genel olarak ekonomik düzenin tamamen değiştiği bir takım gelişmeler olmuştur. Bretton Woods'un altın ve dolar merkezli sabit kur düzeninden vazgeçilmiş, petrol fiyatları 1973 yılı sonunda dört kat, 1979 yılında iki kat yükselmiştir. Dünya ticaret hacmi bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiş ve durgunluk sürecine giren dünya ekonomilerinde maliyet artışına bağlı olarak enflasyonist ve stagflasyonist baskılar oluşmuştur (Parasız: 1998: 149). Bu süreçte Türkiye'de de dış ticaret açığı ve enflasyon zirve yapmış, büyüme rakamları negatife dönmüştür. Oluşan istikrarsızlık ortamı ve çalkantılar radikal kararlar alınmasını kaçınılmaz hale getirmiş ve Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile yeni bir döneme geçiş yapmıştır.

3.1.2. 1980 – 2000 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı

1970'li yılların sonuna doğru, dünyada yaşanan petrol krizleri ile ağırlaşan ekonomik koşullara Keynesyen politikalar da bir çözüm üretememişti. Üretimde karlılığın azalması, yüksek enflasyon ve ekonomideki durgunluk dünya genelinde yaşanan sorunlar olarak ön plana çıkmıştı. Geline nokta çözümünü bulamayan sorunlar dünya ekonomisinde bir paradigma değişimi yaşanmasına sebep olacaktı. Devletin ağırlığının olduğu, planlı ekonomi düzeni artık geride kalmış, tamamen kurallardan ve düzenlemelerden muaf tutulan piyasa ekonomisine yönelik politikalar ve girişimler hız kazanmıştı. Bu bağlamda İngiltere'de Thatcher ve sonrasında ABD'de Reagan yönetimleri bu darboğazdan çıkmak için Keynesyen müdahaleci yaklaşımın terkedilmesini ve piyasa mekanizmasını önceleyen politikalara geçiş yapılması gerekliliğini ön plana çıkardı. Bu politika çerçevesinde kamu harcamaları kısılacak, KİT'ler (Kamu İktisadi Teşebbüsü) özelleştirilecek, refah devleti uygulamalarından vazgeçilecek ve ekonomiye devlet müdahaleciliği minimum seviyelere indirilecekti.

Önce kapitalist ülkelerde başlayarak daha sonra gelişmekte olan ülkelere ihraç edilen finansallaşma, dünyada yeni vücut bulan neo-liberalizm akımı ile dünya sahnesine çıkışını gerçekleştirmiştir. Öncelikli Meksika ve Şili olmak üzere çevre

lkelerdeki krizlerden çıkmak için gerekli olan dış yardımı bir gereği olarak IMF ve Dünya Bankası vasıtasıyla dayatılan Washington Uzlaşısı, önerdiği bir dizi değişim programıyla bu yeni akımı gelişmekte olan ülkelere taşımuştur. Aynı şekilde Türkiye’de de finansallaşma sürecinin başlangıcını ifade eden ve IMF-Dünya Bankası’nın tam desteğini alan radikal kararlar dizisi 24 Ocak 1980 tarihinde Turgut zal önderliğinde uygulamaya koyulmuştur. 24 Ocak Kararları olarak da adı geçen bu programın uzun vadede uygulanabilmesi için gerekli olan ortam da 12 Eylül 1980 askeri darbesi ile oluşmuştur (Koç, 2013: 73). Türkiye’de finansal serbestleşme, ilgili dönemin büyük sorunu olan dış borç krizine bir çözüm arayışı olarak 1980 yılında başlamıştır. Döviz krizini aşmak ve artık bir çözüm üretmeyen ithal ikameci sanayileşme stratejisine karşı 1980 itibarıyla ticaret serbestleştirilmiştir. Ayrıca döviz kuru ve faiz oranları serbest bırakılarak piyasa koşullarında oluşumuna izin verilmiştir (Karaçimen, 2015: 143). 24 Ocak kararları ile Türk Lirası devalüe edilmiş, ihracat zendirilmeye başlanmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, çeşitli sektörlerdeki kamu desteğine son verilmiş ve yabancı sermaye girişi teşvik edilmeye başlanmıştır (Pamuk, 2014: 265). Dünyadaki değişime ayak uydurarak büyük bir yapısal değişime giden Türkiye, yeni programa en hızlı ayak uyduran ülkelerden olmuştur.

Tablo 1’de 24 Ocak kararlarından sonraki 15 yıllık süreçte finansal serbestleşme yolunda gerçekleştirilen uygulamalar ve belirlenen politikalar yıllar itibarıyla ve kategorize edilerek verilmektedir.

Tablo 1. 1980 - 1994 arası finansal serbestleşme uygulamaları

	Finansal Piyasalar	Faiz Oranları	Döviz Kuru Ve Sermaye Hesabı Politikası
1980	zel sektörün tahvil ihracında gerekli olan şartlar yeniden düzenlendi.	Faiz oranları üzerindeki üst sınır yükseltildi.	Temel para birimleri karşısında TL devalüe edildi.
1981	Sermaye Piyasası Kanunu ıkarıldı.	Faizler zerindeki üst sınır (tavan) tamamen kaldırıldı.	Döviz kurlarının günlük olarak belirlenmesi uygulamasına başlandı.
1982	Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu.		
1983	İkincil piyasalara düzenlemeler getirildi.	Ocak 1983’te büyük bankalara, Aralık 1983’te ise Merkez Bankası’na faiz oranlarını belirleme yetkisi verildi.	

1984	-Özel finans kurumları operasyonlarına başladı. -Hazine bonolarının sürekli olarak çıkarılmasına başlandı. -Gelir ortaklığı senetleri çıkarılmaya başlandı.	Elde yabancı para tutumuna dair büyük liberasyona gidildi (28 ve 30 sayılı kararlar ile) ve yerleşiklere döviz tevdiat hesabı açma izni verildi.
1985	-Bankacılık Kanunu çıkarıldı. -Devlet tahvil ve bonoları için müzayede yöntemi başlatıldı.	
1986	-İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yeniden açıldı. -Bankalar arası para piyasası ⁵ Merkez Bankası bünyesinde kuruldu. -Açık piyasa işlemleri uygulaması başlatıldı.	
1987	Şirketler ticari kâğıt (finansman bonosu) çıkarma izni verildi.	Bir yıllık mevduat faiz oranları serbestleştirildi.
1988		Şubat ayında mevduat faiz oranları üzerindeki tavan yükseltilmiş ve tavan uygulaması 1 yıllık yatırımlara uygulanmıştır. Ekim ayında mevduat faiz oranları serbestleştirilmiştir. Kasım ayında tekrar tavan uygulaması gelmiştir.
1989	TCMB'nin orta vadeli reeskont imkanlarına son verildi. Değişken faiz oranlı mevduat uygulamaları başlatıldı.	Konvertibilite ⁶ için ilk adım atıldı. Sermaye hareketleri libere edildi. (32 Sayılı Karar)
1990		Konvertibilite için ikinci adım atıldı.

⁵ Merkez Bankası kontrolündeki BPP, bankalar arasındaki rezerv hareketliliğini bankalar arasında özendirerek, bankacılık sisteminde bulunan kaynakların daha verimli değerlendirilmesine imkân sunar. Kısa vadede elinde nakit fazlası olan bankalar ile kısa vadeli nakit ihtiyacı bulunan bankaları buluşturur. Merkez Bankası 2002 yılında bu piyasadaki aracılık faaliyetlerine son vermiştir. Bu tarihten itibaren BPP'de yalnızca kendisinin taraf olduğu işlemleri gerçekleştirmektedir (TCMB, 2018: 46).

⁶Konvertibilite: Bir ülke parasının döviz piyasasında diğer ülkelerin para birimlerine dönüştürülebilirliğini ifade etmektedir.

		32 sayılı kararda iyileştirmelere gidildi.
1991	İMKB gözetiminde tahvil piyasası başlatıldı.	Mevduat faiz oranları serbestleştirildi.
1992	Repo, ters repo ve varlığa dayalı menkul kıymetlerde düzenlemelere gidildi.	
1993	İMKB’de repo ve ters repo işlemleri başlatıldı.	
1994		Kriz sonrasında faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmeye başladı.

Kaynak: Yülek, 1996: 13

Tablo 1’e bakıldığında neo-liberal dönemin ilk on beş yıllık döneminde ticari ve finansal serbesti yolunda önemli uygulamalara gidilmiştir. Faiz üzerindeki bazı politikalarda kontrollü uygulamaya dönülüp sonra tekrar serbestleştirilmiştir. Finansal ürünlerdeki çeşitlilik artırılmış ve şirketlerin kısa vadeli finansman ihtiyacında bankalar dışında başvurabileceği imkânlar (finansman bonosu vb.) sağlanmıştır.

Finansallaşmaya giden sürecin ilk bölümü olan 1980-1989 döneminde sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, finansallaşmayı hızlandıran unsurlardan birisi olmuştur. Mal fiyatlarındaki denetimlere son verilmiş, döviz kurları ve faiz oranlarında kademeli olarak serbestlik sağlanmış, ithalat yasakları kaldırılmış ve iç pazarın uluslararası arenada rekabet etmesine izin verilmiştir (Koç, 2013: 80). 1980’li yıllarda Türkiye’nin en iyi performans gösterdiği alanın ihracat olduğu söylenebilir. Zira 1979 yılında GSYH’nin %2.6’sını oluşturan ihracat gelirleri, 1990 yılına gelindiğinde %8.6’lık bir rakama ulaşmıştı. Bu dönemde ihracat dışındaki alanlarda istenilen başarıya ulaşılamamıştır. Siyasi ve kurumsal istikrarın sağlanamaması, belirlenen yeni politikalarda kalıcılığın garantisinin verilememesi gibi unsurlar bu noktada belirleyici olmuştur.

1989 yılında alınan 32 sayılı karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi bu dönemdeki önemli gelişmeler arasındadır. Bu karar ile:

- Daha liberal bir döviz piyasası tesis etmek ve diğer mali piyasalarla entegrasyonu hızlandırmak,

- Menkul kıymetlerin yurt içi ve yurt dışında ticaretini kolaylaştırarak sermaye piyasalarının gelişmesini sağlamak,
- Sermaye hareketlerini serbestleştirmek suretiyle bankaların yurtdışından kredi temin etmesine olanak sağlamak hedeflenmiştir.

Bu uygulamalarla Türk Lirası'nın konvertibl bir para olması artık gerekli hale gelmiştir. Türk Lirası, 1990 yılının Şubat ayında IMF ile yapılan anlaşma gereğince konvertibl para statüsüne geçmiştir (Binay ve Kunter, 1998: 17). Türk lirasının konvertibl hale getirilmesi ile birlikte Türkiye ekonomisi tam anlamıyla uluslararası sermaye hareketlerine açılmıştır.

Ekonomi politikalarında gerçekleştirilen serbestleşme hareketlerinin bankacılık üzerinde de etkileri olmuştur. Sektöre yerli ve yabancı bankaların girmesine izin verilmesi ve mevduat faiz oranlarının serbest bırakılması ile birlikte sektörde rekabet yükselmiştir. Bununla beraber klasik mevduat bankacılığı görevlerinin yanında işlem çeşitliliğine gitme yolunu tercih etmişlerdir. Bu doğrultuda bankalar kaynaklarının bir kısmıyla sermaye piyasası işlemlerine girmiş, devlet iç borçlanma senetleri ve hazine bonoları ile döviz alım/satımlarına dâhil olmuştur. Tüm bunlara ek olarak hanehalkına kredi kartları, tüketici kredileri, döviz tevdiat hesabı, leasing, factoring, swap ve forward gibi yeni hizmet ve ürünler sunulmuştur (TBB, 2008: 15). 1980'lerin sonları itibarıyla bankacılık sektörü esas görevleri olan firmalara kredi açma işlemlerini ikinci sıraya atarak, kamu açığını finanse etmek üzere hazine bonoları ve devlet tahvilleri alımına yönelmiştir. Bu sayede büyük bankalara sahip olan sermaye sahibi kesime kamu kaynaklarından bir gelir transferi gerçekleşmiştir (Karaçimen, 2015: 144). Bankaların asli görev tanımlarının dışına çıkmaya başlaması, finansal alanda yaşanacak radikal değişikliklerin zeminini oluşturmuştur. Bu durum finansal kesimin finansallaşma sürecine örnek teşkil ederken bankaların hanehalkına yönelerek o kesimi de finansal işlemlerin içine çekmesi ve bunun günlük hayatın bir parçası haline gelmesi hanehalkının finansallaşmasına giden yolun önünü açmıştır.

Sermaye hareketlerinin serbest hale gelmesi ile beraber Türkiye istikrarlı bir finansal düzensizlik ve kriz döngüsüne girmiştir. Dünyaya entegre olma sürecinde gerekli olan yapısal değişimlerin uygulamaya konulamaması kırılganlığı artırmış ve krizlere davetiye çıkarmıştır. Nitekim 1994, 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerle

beraber milli gelirde %6 ila %9.5 arasında düşüş yaşanmış ve makro-ekonomik göstergelerde kayda değer bozulmalar ortaya çıkmıştır. Sürdürülebilir cari açıkla katkıyla %5-%6 gibi bir büyüme ortalamasının yakalandığı dönemde sermaye hareketlerinin etkisiyle dış borç da hızla artmış ve Türkiye dış borç bakımından gelişmekte olan ülkeler arasında başı çekmeye başlamıştır (Boratav, 2005: 172). Dış etkilere bağımlı olmanın getirdiği kırılgan yapı ve bozulan makro-ekonomik göstergelerinin düzelmesi için yapılması gereken yurt içi faiz oranlarının, dövizin sağladığı spekülasyon gelirinin üzerine çıkarılması yani reel faiz oranının olabildiğince yüksek tutulmasıdır (Yeldan, 2013: 135). Bu sayede faiz gelirlerinden faydalanmak isteyen ve elinde döviz bulunduran yabancı yatırımcı elindeki dövizleri ülkeye sokacak ve yüksek faiz gelirlerinden faydalanmak maksadıyla bu dövizleri bozma yoluna gidecektir. Dolayısıyla dış borçları ödeme noktasında kolaylık sağlanmış olacaktır; fakat çok yüksek faiz oranlarının iç ekonomide sebep olduğu birtakım dışsallıkların da olacağı muhakkaktır.

Bu dönemde Türkiye ekonomisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması, bütçe açıklarının büyük oranda artış göstermesi ve bunun finanse edilmesinde çoğunluğu bankalarca alınan iç borçlanma senetlerinin kullanılması, sermayenin kademeli olarak reel üretim tarafından uzaklaşması ve kısa vadeli kazançların elde edilebildiği finans sektörüne kayması ile birlikte devlet eliyle finansallaşma sürecine girmiştir. Devletin kamu harcamalarının artışı ve ihraç edilen tahvil ve bonoların büyük holdinglerin sahibi olduğu bankalarca alınıp değerlendirilmesi sayesinde bankalar ciddi oranda kar elde etmiştir. 1985 yılı öncesinde karlarının çok büyük bir kısmını verdikleri kredilerden elde eden bankaların, 1990'larda ise menkul kıymet yatırımlarından elde ettikleri karların payı gittikçe yükselmiştir.

Finansallaşma sürecinin en belirgin özelliklerinden biri de ürettiği finansal krizlerdir. Türkiye'de bu aşamada yaşanan ilk ciddi kriz 1993'ün sonlarında baş göstermiş ve 5 Nisan 1994'te alınan şok kararlar ile kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Aynı yıl içerisinde IMF ile 16. Stand-By Antlaşması imzalanmış ve IMF'nin önerdiği politikalar da uygulamaya koyulmuştur. Yine bu dönemde yaşanan yüksek enflasyon dolayısıyla tasarrufları döviz olarak tutma eğilimi başlamış ve dolarizasyon iyice yaygın hale gelmiştir (Koç, 2013: 82-83). 1994 krizine ek olarak Türkiye'nin kendi bünyesinde yaşadığı 2000-2001 krizleri ve dolaylı yollardan

etkilendiği 2008 krizi yine bahsi geçen finansallaşmanın ürettiği krizler olarak kayda geçmektedir.

1990'lı yıllarda finansallaşma bilançosu ağırlaşan Türkiye ekonomisi kaynak erişimi anlamında bir rahatlama yaşasa da kaynakların artan kamu borçlarını ödemek için değerlendirilmesi neticesinde kaliteli bir reel sektör gelişimi yaşanmamıştır. Ekonominin küreselleşmesi ve finansallaşması, uluslararası finans piyasalarına bağımlılığa sebep olmuş ve ülke ekonomisinin küresel dalgalanmalardan ciddi oranda etkilenmesinin önünü açmıştır. Örneğin 1990'larda yaşanan Körfez Savaşı, Asya Krizi ve Rusya Krizi gibi olaylar doğrudan Türkiye'yi ilgilendirmeyen gelişmeler olmasına rağmen dış piyasalara olan bağlılık ve kırılganlık nedeniyle dolaylı yollardan ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir (Yazıcı, 2019: 62).

1990'ların sonlarına doğru gelindiğinde özellikle iç dengesizlikler ciddi boyutlara ulaşmıştı. Hükümet borcu on yıl boyunca hızla artarak 1999 yılının sonunda GSYH'nin %60'ını aşmıştı ve bunun üçte ikisi iç borçtu. Bütçeden yapılan faiz ödemeleri GSYH'nin %22'sine ulaşırken, faiz dışı açıkların oranı %2 civarındaydı. Faiz oranlarının enflasyonu yaklaşık 30 puan aştığı bir ortamda, enflasyonu ve dolayısıyla faiz oranlarını düşürmeden mali sürdürülebilirliğin sağlanması mümkün görünmüyordu. Sistem, iç piyasada tek ve en önemli borçlu haline gelen hükümete borç vererek yüksek enflasyona ve yüksek faiz oranlarına bağımlı hale gelmişti. Ayrıca bankalar devlet yatırımlarına yatırım yapabilmek için yurt dışı borçlanmaya ve yurt içi döviz mevduatlarına giderek daha bağımlı hale gelmeye başladılar (Akyüz ve Boratav, 2003: 1552). İçerde bu gelişmeler yaşanırken dünyada yaşanan gelişmeler Türk finans sektörünü olumlu etkilemiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermayenin para ve sermaye piyasaları ile özel sektöre kanalize olması, teknolojideki gelişmelerin altyapıya olan etkisi, sektördeki iş gücünün eğitim düzeyinin yükselmesi ve yurt dışı finansal kurumlarla ilişkilerin geliştirilmesi sektör adına olumlu gelişmeler olarak sıralanabilir. Yeni bankacılık ürünlerinin, risk yönetim tekniklerinin gelişmesi ve uluslararası standartları yakalama yönünde sarf edilen gayretler iç ekonomideki dengesizlik ve bozuk rekabet ortamının gölgesinde kalmıştır. Bu şekilde potansiyelin değerlendirilememesinin maliyeti ilerleyen dönemde ağır olmuştur (TBB, 2008: 34).

1990'lı yılların geneline bakıldığında siyasi anlamda yaşanan istikrarsızlıkların da sebep olduğu politika başarısızlıkları ön plana çıkmaktadır. Özellikle kamu

maliyesinde denge sağlanmadan sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gidilmesi Türkiye ekonomisini dış şoklara ve dalgalanmalara karşı çok daha kırılgan ve korumasız kılmıştır. Dış şoklara karşı savunmasız hale gelen ekonomiye içeride yaşanan dengesizliklerin de eklenmesiyle 1990'lı yılların kaotik bir düzende geçtiği söylenebilir.

Bozulan makro-ekonomik göstergeler ve çalkantıların artması üzerine çıkış yolu olarak 1999 yılının sonunda IMF ile önümüzdeki üç yılı kapsayan 18. Stand-By anlaşması imzalanarak bir istikrar programı başlatıldı. Programın hedefi, TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) ve TEFE'yi (Toptan Eşya Fiyat Endeksi) 2000 yılı sonunda sırasıyla %25 ve %20'ye, 1999 yılındaki %60'ın üzerinde seviyeden 2002 yılı sonunda tek haneli seviyeye indirmektir (Akyüz ve Boratav, 2003: 1552). Ayrıca mali disiplinin sağlanması ve uygulanacak yapısal reformlarla ekonominin sağlıklı bir büyüme sürecine girmesi de hedefler arasındaydı. Programın uygulamaya başlanması ile birlikte ilk aşamada döviz kurundaki belirsizliğin ortadan kaldırılması ve risk primlerindeki düşüşle birlikte faiz oranlarında keskin bir düşüş gerçekleşmiş, bu sayede enflasyonla mücadele sürecinde olumlu bir gelişme kaydedilmiştir. Enflasyonun istenen düzeyde olmasa da düşmesi ile birlikte Türk lirasının reel olarak değer kazanması, yurt içi talepte görülen artış ve uluslararası petrol fiyatlarındaki yükselme cari işlemler dengesini bozmuştur. Nitekim cari işlemler dengesi programda belirlenen oranların çok üzerine çıkmıştır (TCMB, 2002: 51). Cari açıkta rekorlar kırılmasına rağmen enflasyon hedeflenen seviyelere düşürülememiştir. Bu duruma bankacılık sektöründeki kronik sorunların da eklenmesiyle ilk olarak Kasım 2000'de ikinci ve esas olarak da 21 Şubat'ta finansal ve ekonomik kriz yaşanmıştır (Koç, 2013: 84). 21 Şubat Krizi kapsamı ve büyüklüğü itibarıyla Cumhuriyet tarihinin en büyük krizi olarak nitelendirilmektedir. Bu aşamada finansallaşma, krizlere sebep olma özelliği ile bir kez daha ön plana çıkmıştır.

2000'lerin başından yaşanan ikiz krizlerin arka planına bakıldığında bankacılık kesiminin bir süredir esas görevini göz ardı ederek kamu açıklarını finanse etme yoluyla kazanç elde etme yoluna gittiği görülmektedir. Hâlbuki 1999 yılında uygulamaya koyulan istikrar programı gereğince kamu borçlanması daha düşük miktarlarda ve düşük faiz üzerinden gerçekleştirilmesi kararlaştırılmış ve bu durum bankaların gelirlerini önemli oranda azaltmıştır. Diğer taraftan spekülâtörler döviz ve

hisse senetleri piyasasında aşırı oranda faaliyet göstermiş ve ülke içindeki dalgalanmalarda ciddi kazançlar elde ederek ekonomik istikrara zarar vermişlerdir (Musullugil, 2007: 52). Bahsi geçen aktiviteler finansallaşma olgusunun finans piyasası üzerindeki yıkıcı etkilerini göstermesi açısından önemlidir. Aşırı gelişkin ve amacından sapan bir finans sistemi hem bankaların hem yatırımcıların hem de hanehalklarının davranış kalıplarını bozarak ekonomiye zarar vermektedir.

3.1.3. 2000 – 2019 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Finansal Yapı

2000 yılının Kasım ayında yaşanan para krizinin makro-ekonomik sonuçları, Şubat ayında yaşanan döviz kuru temelli krizin sistemik bir finansal krize evrilmesine zemin hazırlamıştır. Bu sebeple art arda gelen ve birbirini tetikleyen bu krizlere ikiz kriz adı verilmiştir (BDDK, 2010: 26). 2001 yılında yaşanan finansal krizin sonucu Türkiye ekonomisi için oldukça ağır olmuştur. Bir yıl içerisinde GSMH %9.5 düşmüş, 2000 yılında %6.5 olan işsizlik oranı 2002 yılında %10.3'lere çıkmıştır. Tecrübe edilen ağır finansal krizin ardından bankacılık kesimine detaylı bir reform süreci uygulanması gerekmiştir. Bu kesime uygulanacak reformist politikalara ek olarak yeni para ve maliye politikaları da bu doğrultuda oluşturulmuştur (Karaçimen, 2015: 157). 21 Şubat'ta tam olarak Milli Güvenlik Kurulunda Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan gerilim sonrası patlak veren kriz sebebiyle gecelik faizler %7500'e çıkarken İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) endeksi aynı gün %18.1 oranında keskin bir düşüş yaşamıştır. 2001 Şubat krizi süreci genel hatlarıyla Şekil 4'teki gibi özetlenebilir.



Şekil 4. 2001 şubat krizi süreci

Kaynak: BDDK, 2010.

Döviz rezervlerinin erimesinden ve ülkeden yüksek miktarda sermaye çıkışı olmasından dolayı 1999 yılında benimsenen program bir kenara bırakılarak kur çıpasından vazgeçilmiştir. Yaşanan büyük çaptaki olumsuz gelişmelerin önüne geçmek üzere yurt dışından Türkiye'ye ekonomiden sorumlu bakan olarak getirilen Kemal Derviş önderliğinde ve IMF'nin de desteklediği "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" (GEGP) Mayıs 2001 itibarıyla uygulamaya koyulmuştur.

Yeni program vasıtasıyla finansal piyasalardaki dengesizliğin düzeltilmesi, para ve döviz piyasalarında istikrarın tekrar sağlanması ve makro-ekonomik göstergelerin toparlanması için önlemler alınması hedeflenmiştir. Ayrıca bu program ile kamu maliyesindeki dengede uzun vadeli istikrar sağlanacak, kamu kesiminin yönetimindeki verimlilik artırılacaktı. Eldeki kaynaklar sosyal adaletin sağlanması ve bir hayli yüksek seviyede olan borç stokunun eritilmesi için kullanılacaktı (TCMB, 2002: 53). Finans kesimine yönelik uygulamaya koyulan reformlara bakıldığında ise, kamu bankalarında yaşanan sorunların tekrar etmemesi ve likidite sorunlarının ortadan kaldırılması için önlemler alınması; TMSF bünyesindeki bankaların sorunlarının gündeme alınması ve kamu maliyesine getirdikleri yükün azaltılması; özel bankaların krizlerden çabuk etkilenen altyapısının güçlendirilmesi ve sağlıklı bir yapıya kavuşturulmaları hedeflenmiştir (TCMB, 2001: 15-18). 2001 krizi finans kesimi kaynaklı bir kriz olduğundan dolayı alınan önlemler ve belirlenen hedefler öncelikli

olarak bankacılık sisteminin genel olarak iyileştirilmesi ve güçlendirilmesi üzerine olmuştur. Bu düzenlemelerle Türkiye ekonomisinde bankacılık kesiminin sağlam bir zemine oturtulduğu ve belki de 2001 krizinin tek kazanımının bu olduğu söylenebilir. Fakat bankacılık kesiminin bu denli güç kazanması, ilk olarak devlet eliyle başlayan finansallaşmanın, Türkiye’de girilen bu yeni dönemde bankalar aracılığı ile sürdürülmesine ve finansallaşmanın zamanla hanehalkına doğru kaymasına sebep olduğu görülecektir.

1980 ve 1990’lı yıllarda, küreselleşme ve finansal liberalizasyonun hızlı değişimi dünya çapında olduğu gibi Türkiye’de de etkisini göstermiştir. Türkiye, 2001 krizinin ardından uluslararası piyasaların etkisiyle büyük bir finansal genişleme ve ucuz kredi fırsatı yakalamıştır. Bu süreçte dış borçta önemli bir artış yaşanmıştır. Örneğin, 2003 yılı başında dış borç 129.6 milyar dolar iken, 2008 Haziran’ında bu rakam 284.4 milyar dolara yükselmiştir. Bu borçlanmanın önemli bir kısmını özel sektörün, özellikle de finans dışı şirketlerin üstlendiği belirtilmektedir (Yeldan, 2009: 17). Şüphesiz 2008 yılına gidilen süreçte özellikle finans dışı şirketlerin bu denli hızlı oranda borçlanması oluşturulan kolay krediye ulaşım ve finansal serbesti ortamının bir yansıması olarak değerlendirilebilir.

3.1.3.1. 2008 Krizi

2008 finansal krizi, bugün dünyanın gördüğü en uzun ve en önemli ekonomik krizlerden biri olarak kabul edilmektedir (Bordo ve Haubrich, 2017: 527). Bu kriz, zaten süregelen dijital devrimin sarsıcı dalgaları ve giderek artan küreselleşmenin arka planında 21. yüzyıl iş ortamında derin bir değişikliğe yol açmıştır. Yeni finansal araçların tanıtımıyla artan borç, konut balonunun oluşması, sorumsuz risk alma ve yetersiz düzenleyici denetim gibi birçok faktör bu krize katkıda bulunmuştur (Hausman ve Johnston, 2014: 2721). 2008 sonbaharına gelindiğinde, finansal kriz tam anlamıyla bir ekonomik krize dönüşmüştür. Çoğu gelişmiş ülkede gelirler, 1930’lu yıllardan beri görülmemiş bir hızla (çoğu ülkede yaklaşık %5 oranında) daralmıştır. Bu durum sadece emlak balonu yaşamış ülkeleri değil, emlak fiyatlarının neredeyse sabit kaldığı Almanya ve Japonya gibi ülkeleri de etkilemiş ve gelişmekte olan ülkelere kadar yayılmıştır. Doğu Avrupa ülkeleri ağır bir şekilde etkilenmiş, özellikle Baltık ülkelerinde GSYH’de %20’lere varan düşüşler tecrübe edilmiştir. IMF, Macaristan,

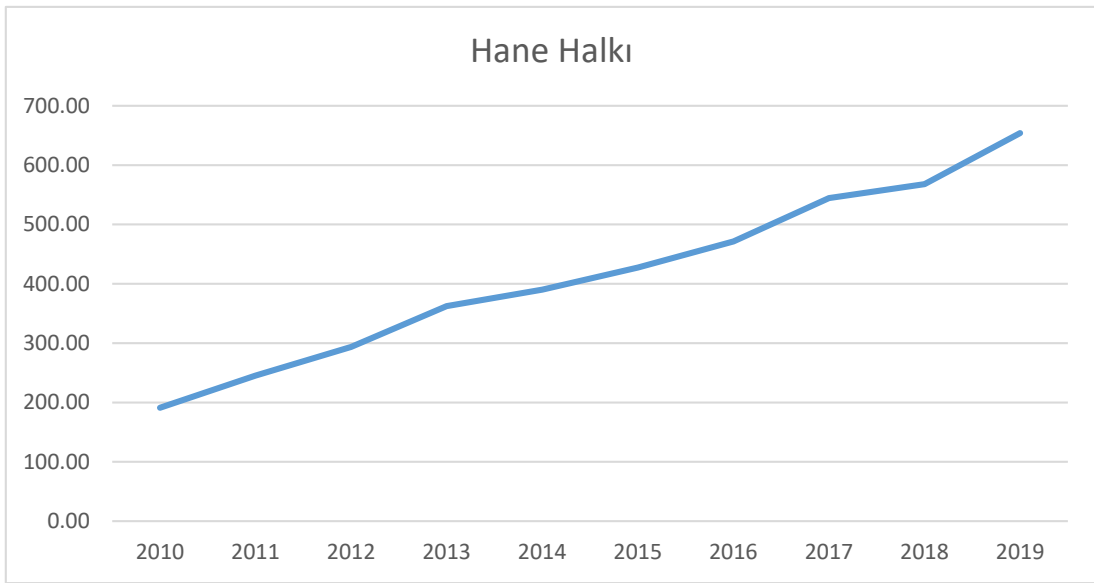
Pakistan ve Baltık ülkelerini kurtarmak için devreye girmek zorunda kalmıştır. Krizin en dikkat çekici sembolü ise General Motors'un (GM) çöküşü olmuştur. Bir zamanlar dünyanın en büyük şirketi ve işvereni olan GM, artık devlet tarafından kurtarılmak zorunda kalmıştır (Stockhammer, 2012: 43). Bu aşamada bir önceki bölümde ifade edilen devlet faaliyetlerinin sınırlandırılmış yapısı, krize giden süreçte etkin müdahalelerin yapılmasının önüne geçmiştir. Ancak krizin patlak vermesi sonrasında uygulamaya koyulan kurtarma paketleri krizin çözümünde etkin rol oynamıştır.

2008 küresel finansal krizi, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisi üzerinde de önemli makro-ekonomik etkilere sebep olmuştur. Kriz, ülkenin büyüme hızında ciddi bir daralmaya sebep olmuş, 2009 yılında %4,8'lik bir küçülme yaşanmış ve işsizlik oranı %10'un üzerine çıkmıştır (Kılınç vd., 2012: 25). Hükümetin maliye ve para politikaları ile desteklenen ekonomi, 2010 yılında %9'luk bir büyüme oranına ulaşarak hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir (OECD, 2010: 40). Ancak, kriz sonrasında finansallaşma süreci hız kazanmış, kredi genişlemesi ve finansal piyasaların derinleşmesiyle birlikte hanehalkı borçluluğu artmış ve bu durum gelir dağılımındaki eşitsizliği daha da derinleştirmiştir. Bu kapsamda, finansallaşmanın etkileri Türkiye'de sadece ekonomik göstergelerle sınırlı kalmamış, aynı zamanda gelir dağılımı üzerindeki olumsuz etkilerle birlikte toplumsal eşitsizlikleri de büyötmüştür (OECD, 2010: 50). Finans kesimi orijinli patlak veren kriz, özellikle heterodoks yaklaşıma mensup iktisatçılar tarafından finansallaşmanın yıkıcı etkisinin en net göstergesi olarak değerlendirilmiştir.

2008 küresel finansal krizi, bankacılık sektörüne yüksek sermaye yeterlilik oranları sayesinde fazla zarar vermemiş olsa da, üretim sektöründe ciddi bir daralmaya neden olmuş ve bu durum reel ücretlerin düşmesi ile işsizlik oranlarının artmasıyla sonuçlanmıştır. Bu gelişmeler, kredi geri ödemelerinde büyük sorunlar yaratmış ve Türkiye'de hanehalkı borçluluğunun hem iç hem de dış ekonomik dalgalanmalara karşı kırılgan bir yapıya sahip olabileceğini göstermesi açısından önemli bir uyarı niteliği taşımıştır (Karaçimen, 2015: 180). Üretim tarafında meydana gelen daralma, istihdama zarar verdiği gibi toplam talebin de azalmasına sebep olmuş dolayısıyla ekonominin canlanmasını sağlayacak tüketim harcamalarını olumsuz etkilemiştir.

3.1.3.2. 2010-2019 Arası Dönemde Türkiye’de Finansallaşma Süreci

2008 Global Finansal Krizin etkileri devam ederken Dünya’da ve Türkiye’de finansallaşma sürecinin etkileri -ivmesinde değişimler olsa da- 2010-2019 arası dönemde de görülmeye devam edilmiştir. Örneğin, hanehalkı tarafından bakılacak olursa tüketici kredilerinden kredi kartı kullanımına kadar çeşitli finansal ürün kullanımının hanehalkı yükümlülüklerini artırdığı bilinmektedir. Şekil 5’te ilgili dönemde TCMB veri tabanından milyar TL cinsi elde edilen hanehalkı yükümlülüklerindeki artış verilmektedir.



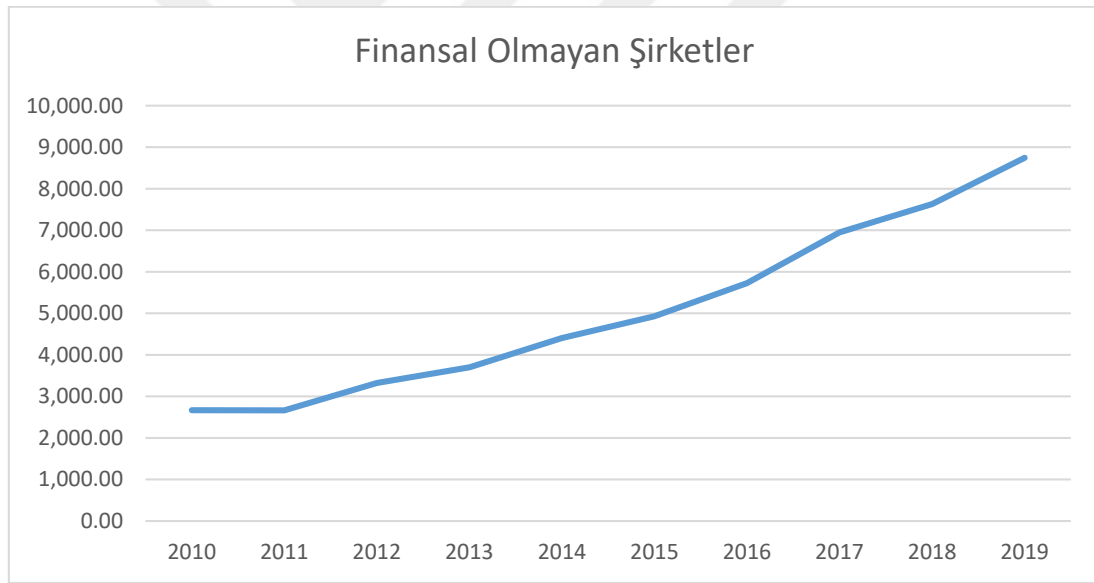
Şekil 5. 2010-2019 döneminde Türkiye’de hanehalkı yükümlülükleri
Kaynak: TCMB (Milyar TL)

İncelenen dönemde hanehalkı yükümlülüklerinde istikrarlı bir artış göze çarpmaktadır. Finans sisteminin en önemli unsuru olarak bankaların kredi, kredi kartı ve çeşitli finans ürünlerini kullandırmada sunduğu kolaylık, hanehalkı üzerinden kar elde etme amaçları ve hanehalkının mevcut imkanları ile temel ihtiyaçlarını karşılamada zorlanması gibi faktörler finansal bağımlılığa sebep olmuştur.

Bahsi geçen gelişmelere çözüm olarak TCMB 2010 yılında kredi kartı asgari ödemelerinin arttırılması, kredi kartı limitlerinin gelirlere göre sınırlandırılması, kredi kartlarında taksitlendirme sürelerinin azaltılması gibi önlemler almaya çalışmıştır (TCMB, 2014). Fakat bu düzenlemelerin ekonomik etkileri, 2012 ve 2013 yıllarında bir hayli sınırlı olmuştur. Tüketim artışına büyük ölçüde bağımlı olan bir ekonomik

yapıda, faiz oranlarının artırılmaması, tüketici kredilerinde beklenen sınırlamaların sağlanamamasına neden olmuştur. Türkiye'nin ticaret yaptığı birçok merkezi kapitalist ülkede durgunluk beklentileri sürerken, Türk hanehalkının borçlarını geri ödemede daha ciddi sorunlarla karşılaşmaları neredeyse kaçınılmaz hale gelmiştir. Bu olumsuz durumun önüne geçmek için, finansal sektör düzenlemelere ek olarak borçlanmadaki yükselişin ardında yatan yapısal nedenlerin göz önünde bulundurulması ve bu yapısal sorunlara yönelik çözümler üretilmesi gerekmektedir (Karaçimen, 2015: 182).

İlgili dönemde dikkat çeken diğer bir veri finansal olmayan şirketlere (NFC) aittir. NFC'lerin yükümlülüklerindeki artış dünya genelinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de en net görülen finansallaşma etkilerinden biri konumundadır. Şekil 6'da yine aynı kaynaktan temin edilen NFC'lerin yükümlülüklerindeki değişim gösterilmiştir.

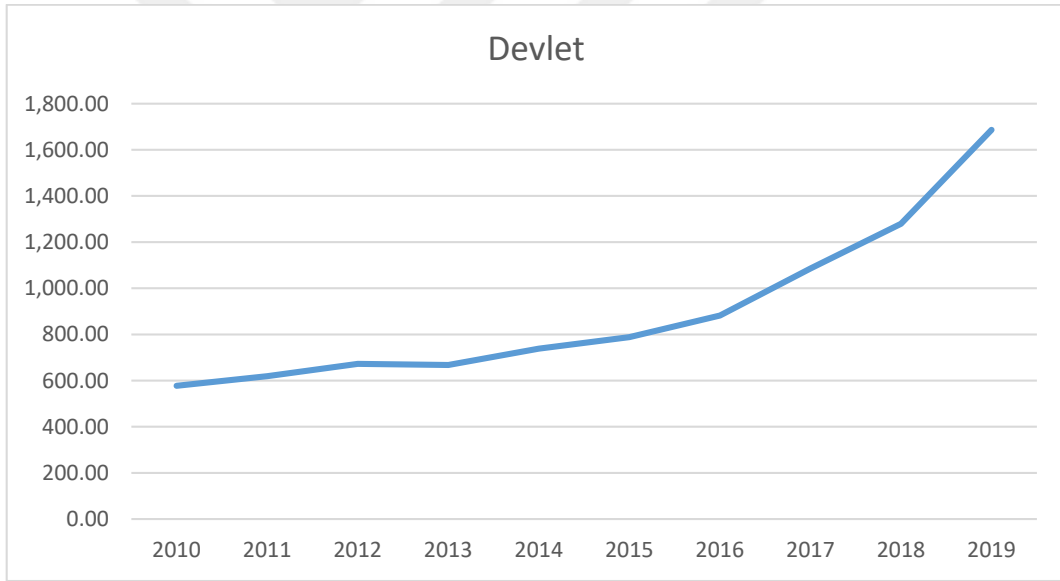


Şekil 6. 2010-2019 döneminde Türkiye’de NFC yükümlülükleri
Kaynak: TCMB (Milyar TL)

Bu firmaların yükümlülüklerindeki artış trendi ve diğer ekonomik aktörlere göre yüksek miktarlarda borçlanmaları finansal olmayan sektörün finansallaşma derinliğinin daha fazla olduğunu ifade etmektedir. NFC’lerde 2008 yılında \$78.4 bn net döviz pozisyonu gerçekleşmişken, 2019 yılında bu açık pozisyonu \$160 bn seviyesine çıkmıştır (Akçay ve Güngen, 2022). NFC’lerin ellerinde önemli oranda döviz bulundurmaları ve yurtdışından aldıkları borçlar finansallaşmanın

derinleşmesinde önem arz etmektedir. Yükümlülüklerin artış oranı ve büyüklükleri finansallaşmanın bu kesime yönelik yansımalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisi için incelenmesi gereken verilerden biri de devlet yükümlülükleridir. Devletin finansallaşması bir ekonomik yapıdaki en önemli aktör olarak yapısal değişimleri belirlemede önemli bir rol üstlenmektedir. Şekil 7’de Türkiye’de 2010-2019 döneminde devletin yükümlülüklerindeki değişim sunulmaktadır. Devletin finansallaşma derinliğinin hanehalkından daha büyük ancak finans dışı kuruluşlardan daha küçük olduğu ifade edilebilir. Sonuç olarak devletin finansallaşmasının artmasıyla dünyada olduğu gibi Türkiye’de de sınıf temelli ve alternatif yapısal politikaların etkileri azalmış, neo-liberal politikalar güç kazanmıştır (Güngen, 2013).



Şekil 7. 2010-2019 döneminde Türkiye’de devlet yükümlülükleri
Kaynak: TCMB (Milyar TL)

Şekil 7 incelendiğinde diğer ekonomik birimlerde olduğu gibi devlet yükümlülüklerinde de milyar TL bazında istikrarlı bir artış göze çarpmaktadır. Şüphesiz bir ekonomide devletin finansallaşması sadece yükümlülüklerinin artışı üzerinden yorumlanmamalıdır. Schwan vd., (2021), devletin finansallaşmasıyla ilgili araştırmalarının sonucunda dört farklı hipotez öne sürmektedir. İlk, bir ülkenin kamu borcunun artışı, devletin giderek daha fazla finansal bir yapıya büründüğünü gösterir.

Artan borçlanma, devletin finansal piyasalara daha fazla dâhil olduğu veya bu piyasalara yöneldiği anlamına gelir. Özellikle kamu harcamaları ve hizmetlerinin finansmanı, giderek daha çok finansal piyasalara bağımlı hale gelmektedir, bu da önemli bir gösterge olarak öne çıkar. Buna ek olarak, finansal piyasa liberalleşmesi derecesi arttıkça, devletin finansallaşma eğilimi de artar. Finansal liberalleşme, sermaye akışına yönelik kısıtlamaların kaldırılması, finansal kuruluşların daha az regüle edilmesi ve piyasalarda rekabetin artırılması ile karakterize edilir. Bu süreçler, devletin finansal piyasalara daha fazla entegre olmasına ve karar alma süreçlerinde finansal yaklaşımların ağırlık kazanmasına yol açar. Böylelikle, yatırım çekmek devletin öncelikli görevlerinden biri haline gelir. Ayrıca, liberal finansal piyasalar, devletin sermaye artırma, borç yönetimi ve finansal stratejiler geliştirmesi açısından yeni fırsatlar sunar. Üçüncü olarak, bir ülkedeki yabancı sermaye miktarı ne kadar artarsa, devletin finansallaşma derecesinin de o kadar yüksek olduğu iddia edilebilir. Yabancı sermaye genellikle hisse senetleri, gayrimenkul ve tahviller gibi finansal varlıklarla ilişkilidir ve yabancı yatırımın artması, devletin politika yapma süreçlerine etki eder. Son olarak, uluslararası ekonomik entegrasyonların bir parçası olan devletlerin finansallaşma süreci hızlanır; bu tür entegrasyonlar, üye devletler arasında uyum gerektirir ve bu uyum, devlet politikalarını doğrudan etkiler (Schwan vd., 822).

Devletin niceliksel olarak finansal faaliyetlere bağımlılığından öte finans kesiminin korunması, serbestleştirilmesi, finansal karların güvence alınması ya da önceliğin bu tarafa verilmesi gibi uygulamalar ve bu yönde belirlenen politikalar da devlet finansallaşmasının bir tarafını teşkil etmektedir. Belirlenen uluslararası teamüllere uyum çerçevesinde tayin edilen para ve maliye politikalarının finans kesiminin güç kazanmasına sebep olması ya da finansal sektöre yönelik düzenleme ve denetleme mekanizmalarının gevşetilmesi bu süreçte örnek teşkil etmektedir.

4. FİNANSALLAŞMA ENDEKSİNİN OLUŞTURULMASI

Literatüre bakıldığında son dönem çalışmalara konu olan finansallaşmanın birbirinden farklı değişkenlerle temsil edildiği görülmektedir. Bazı çalışmalarda finansallaşma, borsa kapitalizasyonu verisi ile finansal kesim tarafından değerlendirilirken, bazısında hanehalkı borçluluğu ile kimilerinde de finansal olmayan şirketlerin borçluluğu üzerinden ölçülmeye çalışılmıştır. Çok boyutlu yapısıyla finansallaşma etki mekanizmaları üzerinden firmaları, finansal ya da finansal olmayan şirketleri, hanehalklarını ve devleti etkileme özelliğine sahiptir. Dolayısıyla tek bir gösterge ile bu olgunun ölçülebilmesi mümkün görünmemektedir.

Genel olarak bakıldığında görece yeni bir fenomen olarak iktisat alanına giriş yapan finansallaşma, hem ekonomileri çeşitli yönlerden etkileme potansiyeline sahip olması hem de her ülkenin kendi ekonomik yapısına göre bu süreci kendine has yönleriyle tecrübe etmesi gibi gelişmelerden ötürü sayısal anlamda etki alanının ölçümü zor bir kavramdır. Zira çalışmalarda da bu durum sıklıkla ifade edilmektedir.

Bu çalışmada Türkiye'ye özgü bir finansallaşma endeksinin oluşturulması konusunun ayrı bir bölüm halinde incelenmesindeki sebep, bu kritik sürecin esas olarak ön plana çıkarılması gerekliliğidir. Çünkü 1980'ler itibarıyla finans kesimi üzerinden gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri çeşitli kanallardan etkisi altına almaya başlayan ve neo-liberalizm, küreselleşme gibi modern akımlardan güç kazanan bu olgu oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Beklendiği üzere ampirik çalışmalarda finansallaşmanın hangi değişken ile temsil edileceği konusu tartışmalıdır ve çalışmalarda kullanılan veriler büyük bir çeşitlilik göstermektedir. Bu çalışmada bu temel problemin çözümüne yönelik olarak Türkiye'deki finansallaşmanın mümkün olduğunca isabetli bir şekilde ortaya konulabilmesi için, Türkiye'nin son kırk yıldaki ekonomik/finansal serüveni detaylı bir şekilde incelenmiş, finansallaşmanın ön plana çıktığı alanlar analiz edilmiş ve buna paralel olarak dört farklı değişken tespit edilmiştir. Bu veriler bir istatistiki yöntem olan "Temel Bileşenler Analizi" (PCA) ile işlenerek her bir verinin niteliği itibarıyla farklılaşan etki oranları belirlenmiştir. En nihayetinde bu 4 veri bir araya getirilerek Türkiye ekonomisini yansıtan tek bir finansallaşma endeksi oluşturulmuştur. Aynı döneme ait 4 farklı veriye eksiksiz bir şekilde ulaşabilmenin zorluğundan kaynaklı olarak ilgili endeks 1988-2019 dönemine

kadar genişletilebilmiştir. Gelişmiş ülkeler için rahatlıkla ulaşılabilen özellikle finansa dair verilerin gelişmekte olan ülkeler için kısıtlı olarak elde edilebilmesi bu aşamada yaşanan zorlukların başında gelmektedir. Çoğu zaman veri ulaşılabilirliği araştırmacıları konu ve ülke seçimi noktasında etkileyebilmektedir. Finansallaşmanın literatürde sıklıkla gelişmiş ülkeler üzerinden analiz edilmesinin ilk sebebi, bu kavramın ilk olarak finans sektörünün büyük bir hızla serbestleştiği gelişmiş ülkelerde vücut bulmasıdır. İlerleyen aşamalarda gelişmekte olan ülkeleri de etkisi altına almaya başlayan bu fenomenin bahsi geçen ülkeler açısından incelenmesine yönelik çalışmalar görece yetersizdir ve bu süreçte veriye ulaşımındaki sorunlar da etkili olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler grubuna yönelik olarak gerçekleştirilen ülke bazlı çalışmaların yer aldığı literatür gelişime muhtaç durumdadır.

Veri kısıtlarına rağmen, bu çalışmada Türkiye’deki finansallaşma süreci için incelenen 1988-2019 döneminin, finansallaşmanın etkisini göstermeye başladığı süreci içermesi bakımından önemlidir. Diğer taraftan ilgili dönemi yansıtan ve sadece Türkiye ekonomisine özgü bir finansallaşma endeksinin, ülke dinamiklerinin ve finansallaşmanın farklı boyutlarının gözetilmesi yoluyla detaylı olarak oluşturulması, çalışmanın öne çıkan özgün yönlerinden biri olarak ifade edilebilir. Bu yönüyle ilgili veri, Türkiye’deki finansallaşmanın inceleneceği diğer çalışmalara da kaynaklık etme potansiyeline sahiptir.

Oluşturulan finansallaşma endeksinin standart bir “Veri Seti” başlığında ya da kullanılan Temel Bileşenler Analizi’nin “Yöntem” başlığı altında verilmesinden farklı olarak, yukarıda da belirtildiği üzere finansallaşma endeksinin temin edilmesine giden sürecin ayrıntılı ve detaylı olarak incelenmesi faydalı olacaktır. Zira literatürde hâlihazırda kullanılan ve birçoğu finansallaşmanın sadece tek bir yönüne odaklanan hazır bir göstergiyi kullanmak yerine bu çalışmada, finansallaşma, makro değişkenleri etkileyen çoklu kanallar üzerinden değerlendirilmiş; gelir eşitsizliğinin artışına sebep olduğu dinamikler irdelenmiş ve tüm bu etkilerin hesaba dâhil edildiği çok boyutlu yapısıyla tek bir “yaklaşık gösterge” ortaya koyulmuştur. Dolayısıyla bu sürecin karmaşıklığı ve zorluğu, kullanılan alt değişkenlerin ve bu alt değişkenlerin istatistiki olarak tutarlı ve isabetli bir şekilde tek bir endekse çevrilmesinde kullanılan yöntemin (PCA), kademeli ve açıklayıcı olarak anlatımını gerektirmektedir.

Bölümün bundan sonraki kısmında, literatürde sıklıkla kullanılan finansallaşma göstergelerinden bahsedilecek, bu çalışmada oluşturulan endeks için seçilen alt göstergeler ve kullanılan Temel Bileşenler Analizi yöntemi tanıtılacak ve endeksin elde ediliş süreci detaylı olarak sunulacaktır.

4.1. Literatürde Finansallaşma Göstergeleri

Çok sayıda çalışma finansallaşmayı, Reagan Yönetimi altında 1980'lerin başlarında ABD'de başlayan bir dizi düzenlemenin ardından gelen küresel ve çok boyutlu bir süreç olarak aktarmaktadır. Genel olarak finansallaşma, finansal kurumların ve işlemlerin genel ekonomide ve vatandaşların günlük yaşamında giderek artan boyut ve varlığını ifade eder (Krippner, 2005, 2011; Epstein, 2005; Palley, 2007; Orhangazi, 2008; Davis, 2009). Daha spesifik olarak finansallaşma, birkaç iç içe geçmiş süreci kapsar: (1) ekonomide finans sektörünün büyüyen payı, (2) finansal faaliyetlerin gelir kaynağı olarak finansal olmayan firmaların giderek artan bağımlılığı, (3) Şirketi takas edilebilir varlık sepeti olarak gören yeni bir kurumsal yönetim görüşünün ortaya çıkması ve (4) hanehalkının, gelir elde etme veya yaşam standartlarını sürdürme gayesiyle kredi tüketicileri veya yatırım ürünlerinin satın alıcıları olarak finansal piyasalara katılımının artması.

Finansallaşmanın farklı boyutlarıyla ekonomiye yansıyan yönleri ilk olarak ABD'de görülmeye başlanmıştır. ABD'de 1980'lerin ilk yıllarından itibaren ekonomik faaliyetler imalattan ve hizmet üretiminden finansal odaklı faaliyetlere doğru istikrarlı bir şekilde kaymıştır. Bu dönüşüm, istihdam rakamlarına baktığımızda belirgin değildir, ancak çeşitli çalışmaların gösterdiği gibi, kârın farklı sektör paylarına bakıldığında bu etki çarpıcı bir şekilde ortaya çıkar (Epstein ve Jayadev, 2005; Krippner, 2005, 2011). Epstein ve Jayadev (2005), finans dışı sektörün kâr payının 1960'lar ile 1990'lar arasında hafifçe düştüğünü, finansla ilgili sektörlerin payının ise daha da fazla arttığını göstermektedir. Benzer şekilde, Krippner (2005, 2011), ABD'de finans sektörünün kurumsal kârlar içindeki payının 1980'lerin başlarında %20'nin altında olduğunu, ancak yaklaşık iki on yıl sonra bu oranın %40'ın üzerine çıktığını ortaya koymaktadır. Finans kesiminde elde edilen karlardaki artış, devletin ekonomi politikalarına yansımış, bununla beraber hanehalkının iktisadi davranış kalıpları da değişmeye başlamıştır.

Ekonomide finansallaşmaya giden süreç başlangıçta ABD'de gözlemlenmiş olmasına rağmen, bu süreç kesinlikle ABD'ye özgü kalmamıştır. Benzer eğilimler diğer gelişmiş ülkelerde de farklı derecelerde gözlemlenmiştir. Ülkelerin karakteristik özelliklerine göre farklı yansımaları olmakla beraber finansallaşma çok boyutlu yapısıyla ekonomik düzeni şekillendiren, neo-liberal uygulamaları yeniden tasarlayan bir unsur haline gelmiştir. Tüm bu özellikler yapılan çalışmalarda ve kurulan modellerde finansallaşmanın temsil edildiği değişkenin doğru bir şekilde belirlenmesi hususunu oldukça önemli hale getirmektedir.

Bu bağlamda ekonometrik analize yönelik olarak kurulan modellerde finansallaşma göstergesi olarak Kohler vd. (2019) sermayenin çıkış opsiyonunu (exit option of capital), finansal olmayan şirketlerin finansal ödemelerini, sermaye piyasalarındaki rekabet oranını ve hanehalkı borçluluğunu; Darcillon (2015) finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin (FIRE) payını, Jayadev (2015) sermaye açıklık endeksini, Dünhaupt (2017) finansal olmayan şirketlerin faiz ve kar payı ödemelerini, Stockhammer (2017) yabancı varlık ve yükümlülüklerin GSYH'ye oranını kullanmışlardır.

Finansallaşmanın gelişmekte olan ülkelerdeki yansımalarını inceleyen güncel ve sınırlı çalışmalardan biri olarak Karwowski (2020), ekonometrik bir analiz gerekleştirmese de finansallaşmanın 20 gelişmekte olan ülkede olan yansımalarını farklı perspektiflerden değerlendirmiştir. Elde ettiği verilerle 20 ülkeyi kendi içerisinde kıyaslama yoluna giden yazar, finansallaşmayı 9 farklı kategoride incelemiştir. Çalışmada finansallaşmanın farklı boyutlarını ve bu boyutların hangi göstergelerle temsil edildiğini gösteren bilgiler Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Finansallaşma boyutları ve göstergeleri

Finansallaşma Boyutu	Gösterge
Finansal Liberalizasyon	Ito-Chinn Dış Açıklık Endeksi
Yabancı Finansal Girişler	Yabancı Yükümlülükler Stoku
Yabancı Şirketlerin Varlığı	On Sektördeki İşletme Gelirine Göre Sıralanan En Üst 300 Küresel Şirket Arasındaki Şirket Sayısı
Hanehalkı Finansallaşması	Hanehalkı Borçluluğu (% GDP)
NFC Finansallaşması	NFC Borçluluğu (% GDP)
Finansal Sektör Finansallaşması	Finansal Piyasa Kapitalizasyonu (% GDP)
Devletin Finansallaşması	Net Faiz Oranı Marjı
Ev Fiyatları Volatilitesi	Ev Fiyatları Endeksi
Küresel Finans Merkezleri	Küresel Finansal Merkezler Endeksi

Kaynak: Karwowski, 2020: 7

Karwowski (2020)'nin değerlendirmesine göre finansallaşma, dış açıklık oranı, yabancı sermaye akımları, ülkedeki yabancı şirket varlığı, ev fiyatları volatilitesi ve küresel finans merkez sayısına göre farklı açılardan incelenmiştir. Ayrıca, hanehalkı finansallaşması, finansal olmayan şirketlerin finansallaşması, finansal sektör finansallaşması ve devletin finansallaşması farklı kategoriler olarak değerlendirmeye alınmıştır.

Bazı yazarlar ise çok boyutlu yapısını doğru bir şekilde yansıtabilmek için finansallaşmanın farklı özelliklerini yansıtan verileri bir araya getirerek bir endeks oluşumuna gitmiştir. Örneğin Kus (2012), çalışmasında kullandığı finansallaşma endeksini oluştururken 3 temel veriyi ele almış ve bu verilerin standart hale getirilmiş puanlarının ortalamasını elde ederek tek bir finansallaşma endeksi ortaya koymuştur. Endeks oluşumunda kullandığı temel veriler: 1) Borsada işlem gören hisse senetlerinin toplam değerinin GDP içindeki yüzdesel oranı, 2) Vergi öncesi banka gelirlerinin GSYH içindeki yüzdesel oranı cinsinden ölçülen “banka karlılığı” ve 3) Banka varlıkları içerisinde yer alan menkul kıymetlerdir. Yazar, endeks oluşumunda kullanılan bu verilerin finansallaşmanın geniş kapsamını temsil etmekte yine de yeterli olmayacağını; fakat mevcut veri ulaşılabilirliği noktasında büyük oranda isabetli olacağını ifade etmiştir.

Şüphesiz diğer çalışmalarda kullanılan her bir değişken finansallaşmanın farklı bir yönünü sergilemekte ve analiz sonuçları da bu anlamda etkilenmektedir. Diğer bir

husus da her bir ülkenin finansallaşma sürecinin farklı işlemesidir. Örneğin kimi ülkeler finans piyasalarının finansallaşması ile bu süreci tecrübe ediyorken kimi ülkelerde devletin finansallaşması ön plana çıkıyor olabilir.

Finansallaşma olgusunun farklı özelliklerine bağlı olarak, yabancı yatırım yükümlülükleri veya bu verinin GSYH'ye oranı, küresel sermaye hareketlerindeki artış, kredi genişlemesi ve menkul kıymet borsalarında işlem hacimlerindeki artış, IMF bünyesinde hazırlanan Finansal Gelişme Endeksi (FDI), ülkelerin menkul kıymet borsalarının derinliği ve bu borsalara kayıtlı şirketlerin piyasa değerleri (piyasa kapitalizasyonu), hisse senedi devir hızı (stock market turnover ratio), ekonomik birimlerin (devlet, hanehalkı, firmalar) borçluluk oranları gibi çeşitli veriler de literatürdeki çalışmalarda finansallaşma göstergesi olarak kullanılmaktadır. Verilerin seçiminde finansallaşma analizinin makro ya da mikro ölçekli yapılması ya da finansallaşmanın farklı yönlerine odaklanması gösterge seçiminde belirleyici olmaktadır.

Türkiye açısından bakıldığında hanehalkının, devletin ve finansal olmayan şirketlerin finansallaşması ön plana çıkan boyutlar olduğundan bu çalışmada finansallaşma endeksi oluşturulurken özellikle bu veriler denkleme dâhil edilmiştir. Zira Türkiye'deki finansallaşma sürecinin doğru tespit edilebilmesi ve isabetli bir analiz gerçekleştirilebilmesi için ülke ekonomisini yansıtan dinamiklerin göz ardı edilmemesi önem arz etmektedir.

4.2. Alt Göstergelerin Seçimi

Finansallaşma endeksi elde edilirken kullanılan dört alt değişken, hem finansallaşmanın literatürde genel olarak kabul gören tanımları hem de bu çalışmada incelemeye konu olan Türkiye ekonomisinin dinamikleri gözetilerek belirlenmiştir. İlgili endeksin elde edilmesi bu çalışmanın öne çıkan ve detaylandırılması gereken bir aşaması olduğundan, endeksi oluşturan alt değişkenler ve bu değişkenlerin hangi kıstaslara göre seçildiği konusunun üzerinde hassasiyetle durulmalıdır. Bu doğrultuda finansallaşma endeksi için belirlenen alt bileşenler ve ilgili kaynaklar Tablo 3'te verilmektedir.

Tablo 3. Finansallaşma endeksini oluşturan alt bileşenler

Değişkenin Adı	Birim	Kaynak
Hanehalkı borçluluğu (HH_Debt)	GSYH içerisindeki pay (%)	Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)
Finansal olmayan şirketlerin borçluluğu (NFC_Debt)	GSYH içerisindeki pay (%)	Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)
Borsa Kapitalizasyonu (Stock_Market_Cap)	GSYH içerisindeki pay (%)	Dünya Bankası
Devlet borçluluğu (Gov_Debt)	GSYH içerisindeki pay (%)	Hazine ve Maliye Bakanlığı

Alt bileşenlere bakıldığında dikkat çeken husus hanehalkı, finansal olmayan şirketler ve devletin finansallaşmasının ölçümünde borçluluk verisinin kullanılıyor olmasıdır. Diğer taraftan finansal kesimin finansallaşmasının tespitinde de borsa kapitalizasyonu kullanılmıştır.

Özellikle neo-liberal politikaların uygulandığı ve finans kesiminin büyük bir hızla geliştiği, teknolojiye gelişimle beraber finansal ürünlerin nitelik ve niceliğinin arttığı dönemde ekonomide yer alan farklı birimlerin borçluluğu dünya genelinde büyük bir hızla artış göstermiştir. Özellikle son kırk yıllık dönem incelendiğinde kapitalizmin yeni bir form almasına sebep olan finansallaşma, finansal işlemler vasıtasıyla elde edilen gelirlerin artmasına ve üretim temelli ekonomik modelin zarar görmesine sebep olmuştur. Bu bağlamda sermaye birikimi oluşumunda finansal kanalların rolü önemli ölçüde artarken, şirketlerin borç-öz kaynak oranı, hanehalkının borç-gelir oranı ve devlet borçlanmaları büyük oranda artış göstermiştir (Palley: 2012: 40). Zaten finansallaşmanın ekonomideki gelir dağılımını bozucu etkisinde de artan borçluluk oranlarının önemli bir rolü vardır. Finansal gelişme, aşırı kredi tüketimi ve ekonominin finansallaşması hem kamu hem de özel kesim borçlarının şişmesine zemin hazırlamaktadır. İlerleyen süreçte istihdamın kısılması ve elde edilen karların sadece hissedarlar arasında dağıtılması yoluna gidilmesi ücret payını azaltmaktadır. Bu duruma eşlik eden esnek işgücü piyasaları ve refah devletinin sınırlandırılması uygulamaları gelir kırılganlığını artırarak işçilerin satın alma güçlerini zayıflatmaktadır (Tridico, 2018: 5). Burada altı çizilmesi gereken nokta belli bir noktaya kadar kabul edilebilecek borçluluk oranlarının bahsi geçen gelişmelerden

dolayı ortalamanın çok üzerine çıkması ve ekonominin makro dengelerini değiştirecek seviyelere ulaşmış olmasıdır.

İlgili literatür incelendiğinde finansallaşmanın ölçümüne ve değerlendirilmesine yönelik ampirik ve teorik çalışmalarda ekonomik birimlerin borçluluk seviyelerinin sıklıkla kullanıldığı görülmektedir (Karaçimen, 2014; Karwowski, 2020; Karwowski ve Stockhammer, 2017; Kohler vd., 2019). Alexiou vd. (2022) de finansallaşma ve gelir eşitsizliği ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında finansallaşma göstergeleri olarak, mevduat bankalarınca özel kesime verilen kredileri ve yine krediler, hisse senedi olmayan menkul kıymetlerin satın alınması ve ticari krediler ve geri ödeme talebi oluşturan diğer alacaklar yoluyla özel sektöre sağlanan finansal kaynakları kullanmıştır.

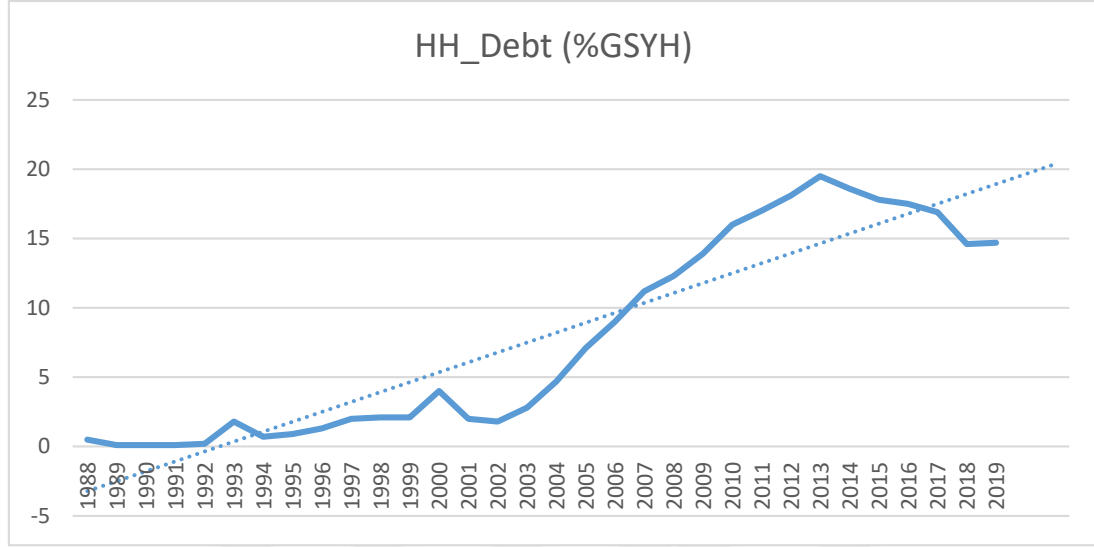
Vita ve Luo (2020) da finansallaşmanın çeşitli boyutlarını ölçmek maksadıyla dört farklı gösterge tercih etmiştir: Finansal kurumlar tarafından verilen özel kredilerin GSYH'ye oranı, finansal olmayan sektör borcunun GSYH'ye oranı, hisse senedi piyasasında alım satıma konu olan hisselerin değerinin GSYH'ye oranı ve hanehalkı borçluluğunun GSYH'ye oranı. Yazarlar bu sayede finansal olmayan sektörün, finansal sektörün ve hanehalkının finansallaşmasını ölçtüklerini ifade etmiştir. Bu ve buna benzer birçok çalışmada özellikle kendilerine sağlanan krediler ve finansal kaynakların ölçümü üzerinden ekonomideki farklı segmentlerin borçluluk oranları, finansallaşma göstergesi olarak değerlendirilmiştir.

Alt bileşenlere ait ortalama, maksimum-minimum ve standart hata gibi temel değerleri içeren betimleyici istatistikler ise Tablo 4'te sıralanmaktadır.

Tablo 4. Alt değişkenlerin betimleyici istatistikleri

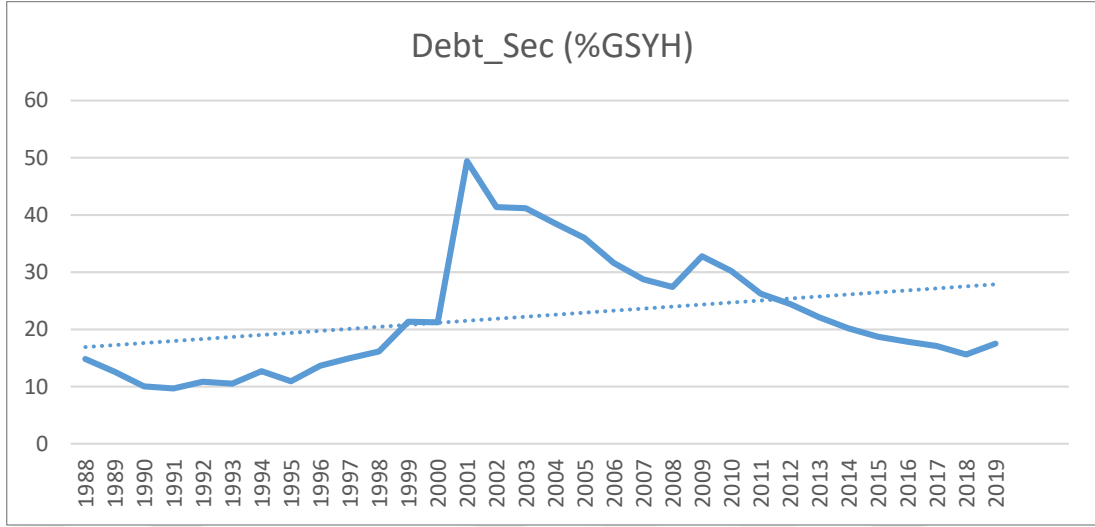
	HH Debt	NFC Debt	Stock Cap	Gov Debt
Ortalama	7.856	33.171	22.125	22.388
Medyan	4.350	25.40	21.795	19.44
Maksimum	19.500	68.100	43.960	49.403
Minimum	0.100	16.000	1.250	9.684
Std. Hata	7.263	17.673	10.374	10.632
Çarpıklık	0.351	0.9152	0.222	0.811
Basıklık	1.406	2.364	2.626	2.747
Gözlem	32	32	32	32

Türkiye için 1988-2019 dönemini yansıtan finansallaşma endeksinin oluşumunda kullanılan hanehalkı borçluluğuna, devlet borçluluğuna finansal olmayan şirketlerin borçluluğuna ve finansal kesimi temsilen borsa kapitalizasyonuna ait grafikler ise Şekil 8-9-10-11’de gösterilmektedir.



Şekil 8. 1988-2019 dönemi Türkiye’de hanehalkı finansallaşması

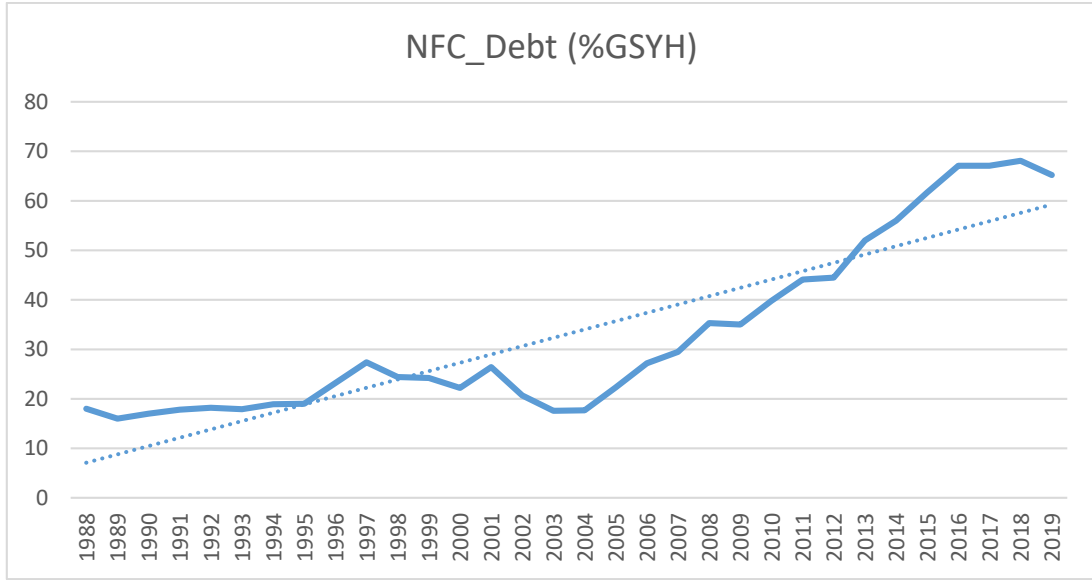
Türkiye’de hanehalkı borçluluğu özellikle 2000’li yılların başlarından itibaren artış göstermeye başlamıştır. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında finansal sektör yeniden yapılandırılmış, bu dönemde Türkiye’deki bankalar daha düşük faiz oranları ve genişleyen kredi imkânları sunmaya başlamıştır. Özellikle 2005’ten itibaren, ekonomik büyüme, düşük faiz oranları ve genişleyen tüketici kredileri sayesinde hanehalkı borçluluğunda hızlı bir artış yaşanmıştır. Konut kredileri, taşıt kredileri ve bireysel kredilerin yaygınlaşması, bu borçlanmanın ana unsurları olmuştur. Dolayısıyla, Türkiye’de hanehalkı borçluluğunun artışı 2000’li yılların ortalarından itibaren belirgin hale gelmiş, 2008 küresel finansal krizi sonrasında da düşük faiz ortamı nedeniyle borçluluk eğilimi devam etmiştir. Etkisi sebebiyle modellere sıklıkla dâhil edilen hanehalkı borçluluğu, finansallaşma yazınında sıklıkla kullanılmaktadır (Karaçimen, 2014; Akçay ve Güngen, 2022).



Şekil 9. 1988-2019 dönemi Türkiye’de devletin finansallaşması

Türkiye ekonomisi özelinde değerlendirildiğinde 1990’lı yıllarda devletin⁷ ihraç ettiği bono ve tahvil sayılarındaki artış ve devletin finansallaşmaya başladığı sürecin en somut yansımalarından biri olarak değerlendirilebilir. İlgili dönemde finans piyasalarındaki aşırı gelişmeye paralel olarak artan devletin harcamalarını finanse etmek amacıyla başvurulan bu yöntem genel anlamda ekonominin finansallaşma serüvenine kamusal kesimden başladığını göstermektedir. Şekil 9 incelendiğinde özellikle 1990’lı yıllardan başlayan ve sonrasında keskinler artışlar sergileyen devlet borçlanmaları, devletin finansallaşmasının Türkiye için dikkate alınması gereken bir veri olduğunu ortaya koymaktadır.

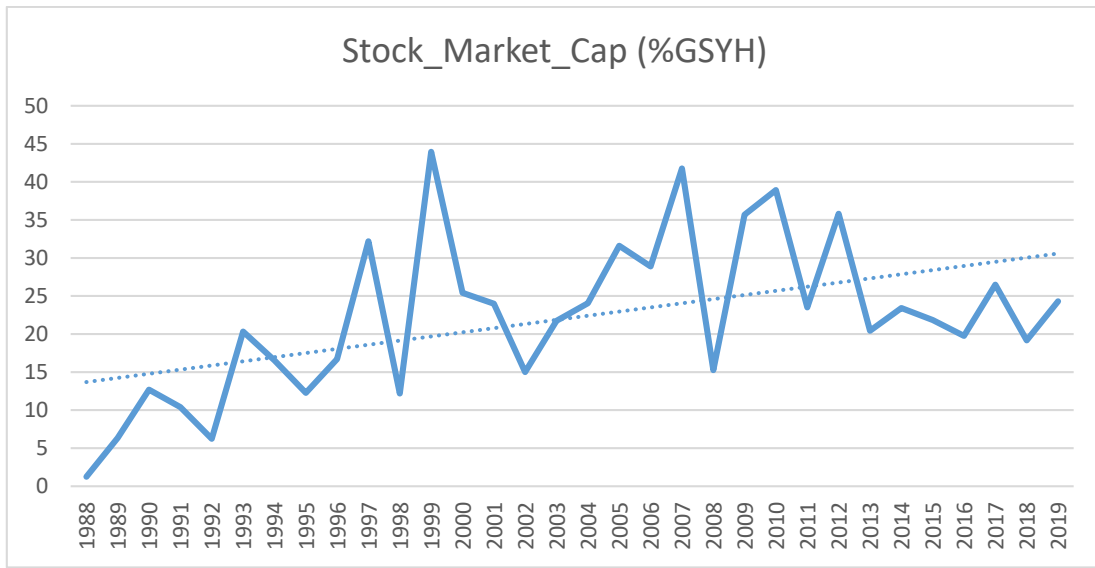
⁷ Devlet borçluluğu devletin ilgili dönemde ihraç ettiği bono ve tahvillerin toplamının milli gelir içerisindeki payı olarak hesaplanmıştır.



Şekil 10. 1988-2019 dönemi Türkiye’de NFC finansallaşması

Finansal olmayan şirketlerin finansallaşması, bahsi geçen diğer göstergelerin yanında finansallaşma ölçümü ile alakalı olarak dikkatle takip edilmektedir ve öneminden dolayı üzerinde özellikle durulması gereken bir değişkendir. Esasen görevi reel yatırımlarda bulunmak, üretime katkı sağlamak ve istihdam yaratmak olan ya da bu görevleri yerine getirmesi beklenen finans dışı şirketlerin son dönemde değişen davranış kalıpları finansallaşma sürecinden büyük ölçüde etkilendiklerini göstermektedir. Aşırı gelişen finans kesiminin sağladığı imkânlar finansal işlemlerden kar elde etmeyi kolaylaştırmış ve finansal olmayan şirketleri esas faaliyet alanlarından uzaklaştırmıştır. Bu bağlamda örneğin Krippner (2005), ABD ekonomisinin 1970’ler sonrasında finansallaşmasını incelerken finansal olmayan şirketlerin gelir kaynaklarını incelemiş ve “portföy gelirleri”nin artan önemine vurgu yapmıştır. Faiz ödemeleri, temettüler ve yatırımlardan elde edilen sermaye kazançlarını içeren bu gelir grubu yazara göre şirketlerin üretken faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin önüne geçmeye başlamıştır. Benzer şekilde Demir (2008), Arjantin, Meksika ve Türkiye’de 1990’lı yıllarda finansal olmayan şirketlerin sabit sermaye yatırımlarını incelemiş ve finansallaşmanın bu süreçte ilgili ülkeleri olumsuz etkilediğini bulgulamıştır. Yazara göre firmalar riskli uzun vade yatırımlara girmektense, kısa vadeli finansal karları tercih etmektedir. Dolayısıyla, bu ve buna benzer çalışmalarda, finansallaşmanın ekonominin genelini tehdit ettiği kanallardan birisinin üretim maksatlı kurulan şirketlerin faaliyet alanlarının dışında hareket etmeleri olduğu görülmektedir. Gelişmiş

ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de görülen bu eğilim Türkiye’de de kendini göstermiş ve esas faaliyet alanı finans olmayan şirketlerin finans kesimi ile makro-ekonomik dengeleri bozucu oranda ilişki içerisine girmesine sebep olmuştur. Şekil 10 incelendiğinde Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin özellikle 2004 yılından itibaren fark edilir oranda finansallaştığı görülmektedir. Bu sebeplerle Türkiye ekonomisi için bu şirketlerin finansallaşmasının, bir ekonomiye yönelik olarak oluşturulacak genel bir finansallaşma endeksi için alt göstergelerden biri olarak seçilmesi son derece önemlidir.



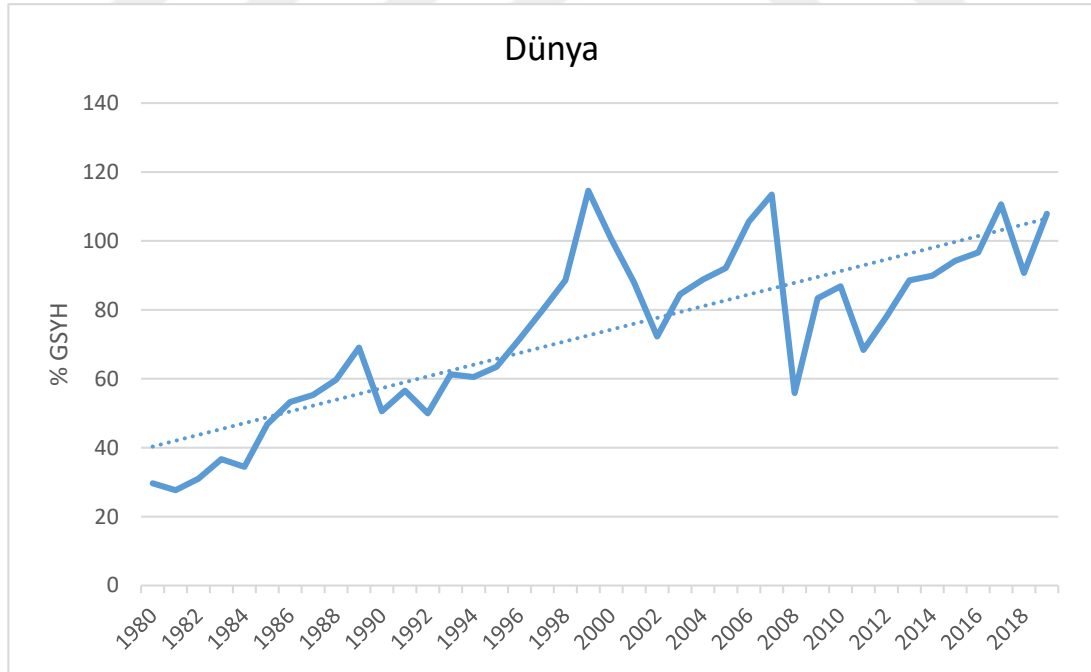
Şekil 11. 1988-2019 dönemi Türkiye’de finansal kesimin finansallaşması

Diğer taraftan bu çalışmada finansallaşma endeksinin oluşturulmasında kullanılan diğer bir değişken olarak borsa kapitalizasyonu⁸ verisi, literatürde tek başına finansallaşma göstergesi olarak kullanıldığı gibi spesifik olarak finansal kesimin finansallaşmasını ölçmek üzere de değerlendirilmektedir (Kus, 2012; Karwowski, 2020; Tridico, 2018; Flaherty, 2015; Denk ve Cournede, 2015). Borsa kapitalizasyonu, borsaya kayıtlı olan şirketlerin toplam piyasa değerini ifade etmek için kullanılır. Kabaca, şirketlere ait bütün hisse senetleri adedinin, ilgili andaki hisse senedi fiyatlarıyla çarpılması yoluyla hesaplanır. Dolayısıyla herhangi bir gerekçeyle piyasadaki şirketlerin ya da hisse senedi adedinin artması ya da hisse senedi

⁸ Bazı çalışmalarda piyasa kapitalizasyonu ya da piyasa değeri olarak da ifade edilmektedir.

fiyatlarının yükselmesi borsa kapitalizasyonun da artması anlamına gelmektedir. Ekonominin yönünü büyük oranda finansa doğru çevirdiği bir senaryoda firmalar, finansman için kaynak oluşturmada borsaya kaydolup hisse senedi ihracı yoluna gitmeyi tercih etmektedir. Son dönemde, finans kesimindeki gelişmeler ve teknolojik ilerlemenin sunduğu imkânlarla hem hisse senedi ihraç etmenin hem de yatırımcılar için bu senetlere talepte bulunmanın kolaylaşması ile beraber bu süreç hız kazanmış ve borsa kapitalizasyonu yükselmiştir. Yukarıda yer alan Şekil 11 incelendiğinde Türkiye’de zaman zaman iniş çıkışlar olsa da ilgili dönemde ortalama trendin artış yönünde seyrettiği görülmektedir. Dolayısıyla, aşırı gelişkin finans kesiminin finansallaşmasına giden yolda önemli unsurlardan biri olarak borsa kapitalizasyonu verisi, bu çalışmada finansallaşma endeksi oluşturulurken alt değişkenlerden biri olarak kullanılmıştır.

Finans kesimindeki finansallaşmayı yansıtan borsa kapitalizasyonu, esasen dünya geneline bakıldığında önemli oranda artış göstermiştir. Şekil 12’de 1980-2019 dönemi için dünya genelinde borsa kapitalizasyonunun GSYH içindeki payı verilmektedir.



Şekil 12. Dünya Geneline Borsa Kapitalizasyonu (% GSYH)

Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

Şekilde görüleceği gibi dünya genelinde borsaya kayıtlı şirketlerin piyasa değeri 1980 yılı itibarıyla büyük bir artış trendine girmiştir. Krizden hemen önceki yıl olan 2007’de kapitalizasyon oranı toplam GSYH’nin %113’ü gibi bir değere ulaşmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sebebiyle hisse senedi fiyatlarında yaşanan keskin düşüş borsa kapitalizasyon oranını da dünya genelinde düşürmüştür, sonraki yıllarda gelen toparlanma ile bu oran günümüze kadar artmaya devam etmiştir. 1980 yılında %29,7 olan oran, 2019 yılına gelindiğinde %107,8 seviyesine ulaşmıştır. Finansallaşmanın görülmeye başlandığı dönem itibarıyla yaşanan bu çarpıcı artış, dünyada finans piyasalarının etkinliğinin büyük bir hızla arttığının en önemli göstergelerinden birisidir. Gelişmiş ülkelerde daha hacimli ve büyük oranlarda gerçekleşen dönüşüm, gelişmekte olan ülkeleri de etkisi altına almış ve her ülke kendine has dinamikleri doğrultusunda bu artışa katkı sunmuştur.

Daha önceki bölümlerde ifade edildiği üzere literatürde finansallaşma olgusunu temsil etmek üzere kullanılan diğer veriler de bulunmaktadır. Çalışmalarda istifade edilen göstergelerin her biri finansallaşmanın belirli bir yönünü temsil etmektedir. Göstergelerin bir kısmı finansal sistemin belkemiğini oluşturan bankacılık sistemine odaklanıyorken, bir kısmı da bankacılık harici finans kurumlarını ifade eden sigorta şirketleri, yatırım fonları ve emeklilik fonları gibi unsurları merkezine almaktadır (Üzar, 2018: 186). Burada dikkate değer olan husus, tek bir gösterge kullanımının finansallaşmanın sadece belirli bir boyutunu yansıtıyor olmasıdır. Hâlbuki finansallaşmanın fonksiyonel gelir dağılımına etkisi gibi makro-ekonomik bir analizde bu olgunun ekonomiyi etkileyen bütün yönleriyle değerlendirmeye alınması elde edilen sonuçların isabet oranını artırma adına önem arz etmektedir. Tekil bir gösterge kullanımı ya da incelenen ülke grubunun/ülkenin kendine has ekonomik/finansal dinamiklerini göznetmeden tercih edilen veri, incelenen ülkenin/ülkelerin finansallaşma seviyesini doğru bir şekilde yansıtmayabilir. Böyle bir durumda elde edilen bulgular ve buna yönelik önerilecek politikalar beklenen seviyede başarılı olamayacaktır.

4.3. Temel Bileşenler Analizi

Bu çalışmada Türkiye’ye yönelik olarak gerçekleştirilen analizde kullanılmak üzere oluşturulan finansallaşma endeksi Temel Bileşenler Analizi (Principal

Component Analysis – PCA) yardımıyla elde edilmiştir. PCA, bir istatistiksel yöntem olarak ampirik çalışmalarda sıklıkla kullanılmaktadır.

Temel bileşenler analizi, sık başvurulmuş çok değişkenli istatistiksel bir tekniktir ve hemen hemen tüm bilim dalları tarafından analizlerde bu yöntemden istifade edilmektedir. En eski çok değişkenli tekniklerden biri olarak PCA, genel olarak birbiriyle ilişkili olan çeşitli bağımlı değişkenlerle tanımlanan gözlemleri temsil eden bir veri tablosunu analiz eder. Amacı, veri tablosundan önemli bilgileri çıkarmak ve bu bilgileri Temel Bileşenler – Principal Components (PC'ler) olarak adlandırılan yeni bir dizi değişkenler kümesi olarak ifade etmektir (Abdi ve Williams, 2010: 433). Temel Bileşenler Analizinin ana fikri, birbirleriyle ilişkili çok sayıda değişkenden oluşan bir veri setinin boyutunu azaltmak ve bu yapılırken de veri setinde mevcut olan varyasyonun mümkün olduğunca çoğunu korumaktır. Bu, veri setinin “Temel Bileşenler” adı verilen yeni bir değişken setine dönüştürülmesiyle gerçekleştirilir. Doğrusal kombinasyonlardan oluşan temel bileşenler birbiriyle ilişkisizdir ve öyle sıralanmıştır ki ilk birkaç bileşen, orijinal değişkenlerin tümünde mevcut olan varyasyonun çoğunu bünyesinde barındırır (Jolliffe, 1986: 1). PCA analizi, kullanılan verilerin ölçü birimlerine karşı hassas olduğundan, elde edilen temel bileşenlerin ağırlıkları iki farklı yolla hesaplanır. Kullanılan alt göstergeler eğer standardize edilmişse yani aynı ölçü birimlerine sahipse kovaryans matrisinden, diğer durumda korelasyon matrisinden faydalanılır (Vyas ve Kumaranayake, 2006: 460). Bu çalışmada finansallaşma endeksinin oluşumuna kaynaklık eden dört farklı alt göstergenin göreceli etkilerinin dengelenmesi beklendiğinden dolayı korelasyon matrisi tercih edilmiştir.

Temel Bileşenlerin elde edilme süreci alt değişkenlerin oluşturduğu X matrisi üzerinden şu şekilde ifade edilebilir:

$$X = P\Delta Y^T \quad (4.1)$$

4.1 numaralı denklemde P sol tekil vektörler matrisini ve Y^T sağ tekil vektör matrisinin devriğini göstermektedir. Δ ise tekil değerlerin diyagonal matrisini ifade etmektedir. Temel Bileşenler Analizi, $X^T X$ korelasyon matrisini süreç içinde mutlaka

kullanılmaktadır. Bu analizde tekil değer çözümlemesi $X = F\Delta Y^T$ denkleğini de kullanılarak faktör değerleri şu şekilde ortaya konulmaktadır:

$$F = P\Delta = P\Delta Y^T Y = XQ \quad (4.2)$$

4.2 numaralı denklemdaki Q matrisi faktör değerlerini hesaplamak için kullanılan doğrusal kombinasyonların katsayılarını verir. Ayrıca bu matris projeksiyon matrisi olarak da değerlendirilebilir; çünkü X matrisi ile çarpımı temel bileşenlerdeki gözlemlerin projeksiyon değerlerini vermektedir.

4.4. Finansallaşma Endeksinin Elde Edilmesi

Temel Bileşenler Yönteminin ampirik sonuçlarına geçmeden önce yöntem bölümünde bahsi geçen alt değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 5’te sunulmaktadır.

Tablo 5. Alt değişkenlerin korelasyon matrisi

	Gov Debt	Stock Cap	HH Debt	NFC Debt
Gov Debt	1			
Stock Cap	0,43	1		
HH Debt	0,14	0,43	1	
NFC Debt	-0,06	0,24	0,87	1

Korelasyon matrisine göre en kuvvetli ilişkinin hanehalkı borçluluğu ile finansal olmayan şirketler arasındaki borçluluk olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca değişkenler arasındaki ilişki değerlendirildiğinde devlet borçluluğu ile finansal olmayan şirketler arasındaki borçluluk arasında ters yönlü bir ilişki olduğu ve bunun dışındaki tüm değişkenler arasındaki korelasyonun pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Temel Bileşenler Analizi yöntemiyle elde edilen bileşenlere ait ampirik bulgular Tablo 6 ve Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 6. Bileşenlerin eigen değerleri

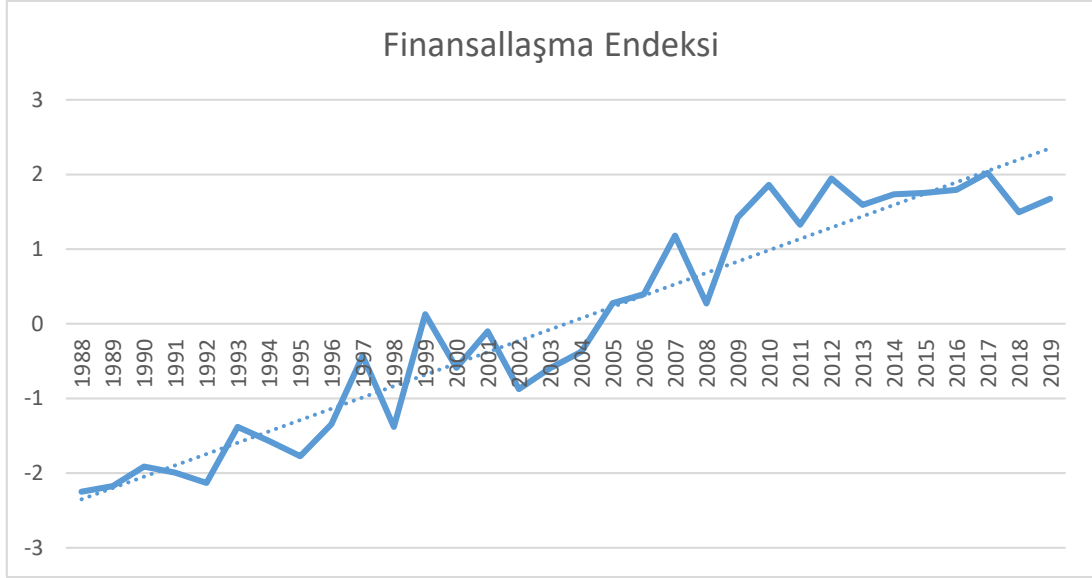
Bileşen	Eigen Değeri	Fark	Oran	Kümülatif Değer	Kümülatif Oran
1	2,14	0,87	0,53	2,14	0,54
2	1,27	0,77	0,31	3,41	0,85
3	0,49	0,40	0,12	3,91	0,97
4	0,08	---	0,02	4,00	1,00

Tabloda görüldüğü üzere birinci bileşenin (PC1) eigen değeri 2,14 olarak hesaplanmıştır. Birinci bileşenin aldığı bu değere göre toplam hareketsizliğin %54'ü bu bileşen tarafından açıklanmaktadır. Bu nedenle endeks olarak birinci bileşen kullanılmıştır.

Tablo 7. Bileşenlerin eigen vektörleri

	Bileşen 1	Bileşen 2	Bileşen 3	Bileşen 4
DEBT_SEC	0,22	0,74	0,61	0,11
CAPITAL	0,45	0,47	-0,74	0,10
HH_DEBT	0,64	-0,20	0,15	-0,72
NFC_DEBT	0,57	-0,42	0,17	0,67

Tablo 7’de bileşenlerin oluşumunda alt verilerin hangi ağırlıkta kullanıldığı bilgisine ulaşılmaktadır. Örneğin, endeksi temsilen seçilen Bileşen 1 için ilk sırada HH_DEBT verisi etkili olmuşken, devlet borçluluğunu ifade eden DEBT_SEC verisi bu süreçte en az etkili olan veri konumundadır. Yukarıda işleyiş süreci anlatılan Temel Bileşenler Analizi ile elde edilen finansallaşma endeksine dair grafik Şekil 13’te verilmektedir.



Şekil 13. Türkiye ekonomisi için elde edilen finansallaşma endeksi
Kaynak: Dört alt veri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Türkiye'nin 1988-2019 yılları arasındaki finansallaşma düzeyini yansıtan finansallaşma endeksi⁹ -2.24 ila 2.02 değerleri arasında bir seyir izlemektedir. Bu değerler endeksin oluşumunda kullanılan verilerin analiz yoluyla standardize edilmesi ve tek bir boyuta indirgenmesi aşamasında kullanılan yöntem tarafından belirlenmiştir ve bu yöntem endeksin belli bir aralıkta salınımına izin vermektedir. En genel ifadeyle -2.24'e doğru gidildikçe finansallaşma düzeyinin azaldığı, 2.02'ye doğru ise arttığı ifade edilebilir. 1980 yılında benimsenen neo-liberal politikaların da etkisiyle 1990'lar itibarıyla etkisini artırmaya başlayan bu olgunun yıllar içerisindeki yükselişi elde edilen endeks vasıtasıyla net bir biçimde görülebilmektedir.

⁹ Bu çalışma çerçevesinde Türkiye için oluşturulan finansallaşma endeksi, IMF tarafından oluşturulan ve literatürde bazı çalışmalarda finansallaşma göstergesi olarak kullanılan "finansal gelişim endeksi" ile %90 oranında ve anlamlı bir korelasyon içermektedir.

5. FİNANSALLAŞMANIN FONKSİYONEL GELİR DAĞILIMINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE ZAMAN SERİSİ ANALİZİ

Bu bölümde analiz için kurulan modelde kullanılan veri seti, betimleyici istatistikler ve ekonometrik model tanıtılmaktadır. Ayrıca, ekonometrik analiz için kullanılan yöntemler açıklanmakta, uygulanan testlerden elde edilen sonuçlar ve bulgular raporlanmaktadır. Bu bölümün ardından gelen sonuç kısmında bulguların tartışılması ve faydalı olacağı düşünülen politika önerilerinde bulunularak çalışma tamamlanmaktadır.

5.1. Ekonometrik Analizin Amacı ve Kapsamı

Kapitalizmin finansal sektörün gelişimiyle beraber son kırk yıllık dönemde yaşadığı değişimi ifade eden finansallaşma kavramının makro-ekonomik değişkenlere olan etkisinin yakın dönem çalışmalara sıklıkla konu olduğu görülmektedir. Çalışmaların genellikle gelişmiş ülkelere üzerine yoğunlaşması ise gelişmekte olan ülkelere yönelik ya da ülke bazlı yapılan çalışmaları daha da önemli konuma getirmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı yakın döneme damgasını vuran ve özellikle politik ekonomi yaklaşımı üzerinden gelir eşitsizliğinin açıklanmasında en çok başvurulan olgulardan birisi olarak finansallaşmanın Türkiye’de fonksiyonel gelir dağılımını ne yönde etkilediğini ekonometrik olarak test etmektir. Bu doğrultuda çalışmanın ilk kısmında finansallaşma kavramının doğuşu ve gelişiminden bahsedilmiş, sonrasında Türkiye’deki finansallaşma süreci incelenmiş ve bu bölümde de 1988-2019 dönemine yönelik olarak zaman serisi analizleri üzerinden bu etki ampirik olarak incelenmiştir.

5.2. Ekonometrik Model, Veri Seti ve Betimleyici İstatistikler

Bu bölümde ekonometrik analizde kullanmak üzere oluşturulan model açıklanarak, veri seti ve değişkenlere dair temel bilgilere ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmektedir.

5.2.1. Ekonometrik Model ve Veri Seti

Bu çalışmada kullanılan model ilgili literatür ışığında aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$\ln aws = \beta_0 + \beta_1 fin + \beta_2 \ln techno + \beta_3 \ln GDP + \beta_4 \ln trade + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

Model 5.1’de kullanılan *aws* düzeltilmiş ücret payını, *fin* finansallaşma endeksini, *techno* teknolojiyi, *GDP* büyümeyi, *trade* ise dış açıklığı temsil etmektedir. Finansallaşma ana değişken olmak üzere, teknoloji, büyüme ve dış açıklık kontrol değişkenler olarak modele eklenmiştir. Finansallaşma endeksi dışındaki tüm değişkenlerin doğal logaritması alınarak analiz gerçekleştirilmiştir. Finansallaşma endeksi eksi değerler barındırdığı için logaritması alınmamıştır. Tablo 8’de değişkenlerin tanımı ve kaynakları verilmektedir.

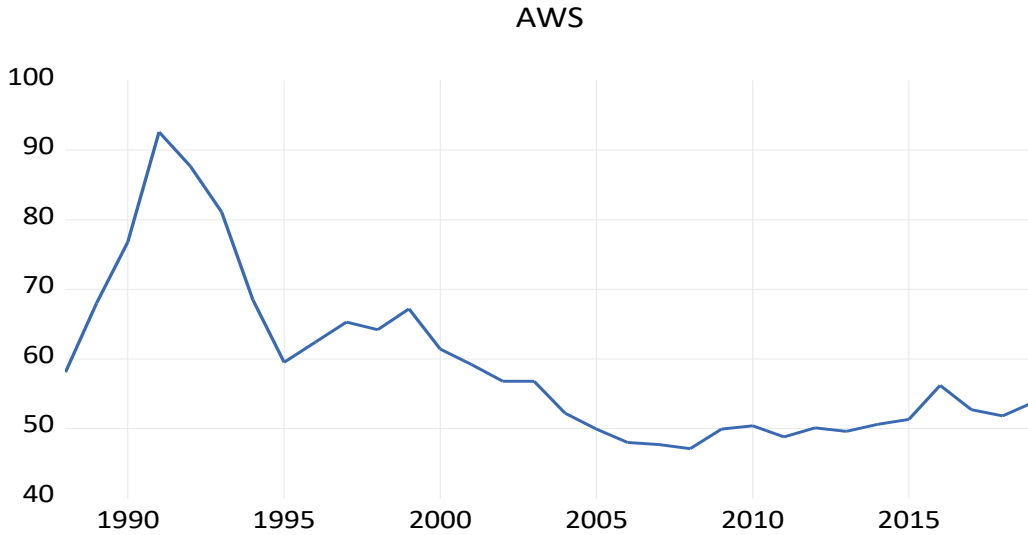
Tablo 8. Değişkenlerin tanımı ve kaynakları

Değişkenin Adı	Değişken Tanımı	Kaynak
aws	Düzeltilmiş Ücret Payı	AMECO
fin	Finansallaşma Endeksi	Yazar tarafından hesaplanmıştır.
techno	Teknoloji (Sermaye yoğunlaşma oranı)	Penn World Table 10.0
GDP	Büyüme	Dünya Bankası
trade	Dış Açıklık	Dünya Bankası

Analizde kullanılan veri seti Türkiye’nin 1988-2019 dönemini kapsayan yıllık verilerden oluşmaktadır. Düzeltilmiş ücret payı verisi (*aws*), Avrupa Komisyonu veri tabanından (AMECO) elde edilmiştir. İşgücü ödemelerinin milli gelir içerisindeki payı olarak nitelendirilebilecek emek kesiminin payı literatürde bir eşitsizlik göstergesi olarak da kullanılmaktadır (Jayadev, 2007; Stockhammer, 2009). Diğer taraftan serbest meslek kazançlarının bir bölümü yatırım ve kar gelirleri içerisinde yer alırken diğer bölümü emek gelirleri içerisinde değerlendirilmektedir (Krueger, 1999: 45). Genel olarak milli gelir içerisindeki emek payı, işçilere gerçekleştirilen işgücü ödemeleri toplamının, milli gelire oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Fakat bu

hesaplamalar yapılırken serbest meslek erbabının elde ettiği kazançlar sermaye tarafında değerlendirilmektedir. Hâlbuki bu kazançların bir kısmı işgücü gelirleri kapsamında değerlendirilmelidir. Dolayısıyla bazı yazarlar, düzeltilmiş ücret payı verisinin daha isabetli sonuçlar vereceğini vurgulamışlardır (Dünhaupt, 2013: 10). Gelişmiş ekonomilere yönelik çalışmaların tümü, bağımlı değişken olarak düzeltilmiş ücret payını kullanırken, gelişmekte olan ekonomileri kapsayan çalışmalar, düzeltilmemiş ücret paylarını kullanmaktadır. Bunun nedeni muhtemelen veri ulaşılabilirliği sorunlarıdır. Bununla birlikte, kayıt dışı sektör daha büyük olma eğiliminde olduğundan, emek payının düzeltilmesi gelişmekte olan ülkeler için gelişmiş ülkelere nazaran daha önemlidir (Stockhammer, 2017). Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde serbest meslek erbabı olanların sayısı daha fazladır. Dolayısıyla bu çalışmada gelişmekte olan ülkelere birisi olarak Türkiye incelendiğinden bahsi geçen detay dikkate alınmalıdır.

AMECO'dan elde edilen veriler bu tartışmalar ışığında hazırlanmış ve serbest meslek kazançları da iş gücü ödemelerine (ücret, maaş ve sosyal yardımlar) eklenerek Türkiye'nin emek payı verisi düzeltilmiştir. Türkiye'nin 1988-2019 dönemindeki GSYH içerisindeki düzeltilmiş emek payı verisi Şekil 14'te gösterilmektedir.



Şekil 14. Türkiye'nin GSYH içerisindeki düzeltilmiş emek payı oranı
Kaynak: AMECO¹⁰

¹⁰https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en

Türkiye'nin 1988-2019 yılları arasındaki düzeltilmiş emek payı¹¹ verisine bakıldığında genel olarak azalan trend göze çarpmaktadır. 1994 krizi sonrasında ve 2000'li yılların başında yaşanan krizlerin de emek piyasasını olumsuz yönde etkilediği görülmektedir.

Analizde kullanılan teknoloji değişkeni (techno), sermaye stoku miktarının işgücüne bölünmesiyle (k/l) elde edilmiştir. Sermaye yoğunlaşma oranı olarak da ifade edilen bu değişken teknolojik gelişimi temsilen literatürdeki çalışmalarda kullanılmaktadır (Stockhammer, 2017: 16; Jayadev, 2007: 428). Ana akım yaklaşımlar genellikle milli gelir içerisindeki emek payının son dönemde azalmasının en büyük sebeplerinden biri olarak yeteneği önceleyen teknolojik ilerlemeyi göstermektedir. Bu görüşe göre vasıfsız iş gücü makineleşme karşısında güç kaybetmekte ve dolayısıyla emeğin payı da azalmaktadır. Sermaye hesabı açıklığı, emek payı üzerinde güçlü etkilere sahip olan gelişmişlik düzeyi ile ilişkilidir. Bunun için çok sayıda muhtemel açıklama bulunmaktadır. İlk olarak, daha zengin ülkeler daha yüksek sermaye/emek oranına sahiptir. Emek payındaki değişikliklerin neo-klasik açıklamaları bazen emek ve sermaye arasındaki ikame esnekliğindeki değişikliklere dayanır. Örneğin Poterba (1997), 1990'larda ABD'de işgücünün emek payındaki düşüşü birden küçük ikame esnekliği sergileyen bir üretim teknolojisinden kaynaklandığını açıklamaktadır. Tüm ülkelerde durum böyleyse, daha yüksek (K/L) oranları otomatik olarak daha düşük emek payı anlamına gelecektir (Jayadev, 2007: 428-429). Ana akım iktisatçılar, finansallaşmayı hesaba katmadan küreselleşme bağlamında yetenekleri önceleyen teknolojik gelişmelere atıfta bulunarak azalan ücret payları için bir açıklama öne sürdüler. Neo-klasik bir çerçevede, faktör gelirleri marjinal üretkenlikleriyle belirlenir. Dolayısıyla son dönemde hızla artan teknolojik değişim özellikle kolayca otomasyon uygulanabilecek rutin işler için, düşük vasıflı işçilerin makinelerle değiştirilmesine neden olmuştur (Kohler vd., 2019: 948).

Öte yandan bu yaklaşıma getirilen bazı eleştiriler de bulunmaktadır. Teknolojik gelişmenin sadece vasıflı işçilere olan talebi artırdığı ve toplamda emeğin payını

¹¹ 1991 yılında verinin %91 gibi yüksek bir orana ulaşmasındaki ilk sebep ilgili yılda devlet eliyle sosyal yardımların artırılmış olması ve safi sermaye kazançlarının en düşük seviyede seyretmesidir. Öte yandan hesaplamanın emek payı değil “düzeltilmiş emek payı” üzerinden yapıldığının tekrar altını çizmek gerekir. Daha önce belirtildiği üzere düzeltilmiş emek payında serbest meslek kazançları da hesaba dâhil edilmektedir. Bu gerekçelerin bir araya gelmesi ilgili yılda düzeltilmiş emek payı oranını rekor bir seviyeye taşımıştır.

azalttığı teorisi uygulamada bazı şablonları açıklamada yetersiz kalmaktadır. İlk olarak bu teori benzer teknolojik değişimin görüldüğü kıta Avrupası ve Japonya’da neden karşılaştırılabilir bir gelir yoğunluğunun gözlemlenmediği sorusuna tatmin edici bir cevap verememektedir. Aynı şekilde neden Avrupa’da Amerika Birleşik Devletleri’ne göre daha fazla emek payında azalma görüldüğü sorusu cevapsız kalmaktadır. Son olarak, yeteneği önceleyen (skill-biased) teknolojik gelişme teorisi vasıfsız işçilere yönelik talebin arttığı durumlarda geçerliliğini kaybetmektedir (Lin ve Devey, 2013: 1290). Bununla beraber Stockhammer (2017) da kurduğu modellerin birinde teknolojinin emek payına olan etkisini orta ve düşük gelirli ülkeler için anlamlı ve pozitif olarak elde etmiştir. Dolayısıyla tartışmalara sıkça konu olması nedeniyle teknoloji değişkeni bu çalışmada analize dâhil edilmiş ve kurulan model üzerinden emek payına olan etkisinin görülmesi amaçlanmıştır. İlgili veri Penn World Table 10.0 veri tabanından¹² elde edilmiştir.

Modeldeki diğer değişkenlerden olan büyüme değişkeni (GDP), Dünya Bankası’nın veri tabanından 2015 sabit fiyatlarıyla hesaplanmış (constant) ve dolar cinsinden elde edilmiştir. Büyüme temsilen modele dâhil edilen reel GSYH verisi, finansallaşmanın etkilerinin incelendiği çalışmalarda modellere dâhil edilen ve sıklıkla başvuru alan değişkenlerdendir. Hasılda meydana gelen artışların sermaye-emek paylaşımında ne gibi bir rol oynadığı konusu önem arz etmektedir. Nitekim dünyada son dönemde ortaya çıkan ekonomik büyümenin ne derece istihdam artışını beraberinde getirdiği tartışma konusudur.

Son olarak dış açıklığı temsilen analize dâhil edilen *trade* değişkeni de 1988-2019 dönemi için Dünya Bankası veri tabanından alınmıştır. Toplam ihracat ve ithalatın milli gelire bölünmesiyle edilen değişken son dönemlerde artan ticari ve finansal küreselleşmenin etkisini de ölçebilmek adına analize dâhil edilmiştir. Bu değişken literatürde küreselleşmenin temsili için sıklıkla kullanılmaktadır (Dünhaupt, 2017; Jayadev 2007; Onaran, 2007).

¹² <https://www.rug.nl/ggdc/productivity/pwt/pwt-releases/pwt100?lang=en>

5.2.2. Betimleyici İstatistikler

Kurulan modelde kullanılan değişkenlere ait betimleyici istatistik değerleri Tablo 9’da verilmektedir.

Tablo 9. Modeldeki değişkenlere ait betimleyici istatistikler

	lnaws	fin	Intechno	lnGDP	Intrade
Ortalama	4,06	0	12,17	26,92	-0,78
Medyan	4,03	0,01	12,19	26,85	-0,73
Maksimum	4,52	2,02	12,80	27,62	-0,46
Minimum	3,85	-2,24	11,46	26,29	-1,18
Std. Hata	0,18	1,48	0,39	0,41	0,19
Çarpıklık	0,99	-0,07	-0,18	0,21	-0,62
Basıklık	3,18	1,52	1,82	1,81	2,58
Gözlem	32	32	32	32	32

Tabloda, modelde bağımlı değişken olarak kullanılan *lnaws*; bağımsız değişken olarak kullanılan *fin*, *Intechno*, *lnGDP* ve *Intrade*’e ait ortalama, minimum-maksimum ve gözlem sayısı gibi temel verileri içeren betimleyici istatistikler yer almaktadır. Başat bağımsız değişken olarak ifade edilen finansallaşma endeksine dair verilere bakıldığında ortalamanın sıfır olduğu görülmektedir. Bunun sebebi, endeks oluşumunda kullanılan Temel Bileşenler Analizi yönteminin ilgili süreçte endekse, sıfır etrafında salınan değerler atamasıdır. Alt değişkenlerin önem derecesine göre ağırlıklandırılmasından sonra endeks için -2,24 ila 2,02 arasında minimum-maksimum değerleri belirlenmiş ve toplamaları sıfıra eşit olacak şekilde 32 adet gözlem tayin edilmiştir.

5.3. Ekonometrik Yöntem

Çalışmada gerçekleştirilen ekonometrik analiz için öncelikle birim-kök testleri sonrasında da değişkenlerin işaretleri ile birlikte katsayıları elde etmek üzere ARDL (Auto-Regressive Distributed Lag) sınır testi yaklaşımı, son olarak da Fourier Toda-Yamamoto (FTY) Nedensellik Testi kullanılmıştır.

5.3.1. ARDL (Auto-Regressive Distributed Lag) Sınır Testi Yaklaşımı

Çalışmada serilerin eş-bütünleşik olup olmadığının ve uzun dönem katsayıların tespit edilebilmesi için ARDL testinden faydalanılmıştır.

ARDL eş-bütünleşme yöntemi bağımlı değişkenin $I(1)$ olması koşuluyla açıklayıcı değişkenlerin hem $I(0)$ veya $I(1)$ hem de, hepsinin $I(1)$ olması durumunda, değişkenlerin arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin ortaya koyulmasında kullanılabilir (Pesaran vd., 2001). ARDL yönteminin uygulanmasının üç tane avantajı bulunmaktadır. İlk olarak bu test, Johansen ve Juselius (1990) gibi çok değişkenli yöntemlerden farklı olarak modelin gecikme uzunluğu EKK ile tahmin edildikten sonra eş-bütünleşme olup olmadığına bakılmaktadır. İkinci olarak bu test modelde yer alan serilerin $I(2)$ olması dışında tamamıyla $I(0)$ ve $I(1)$ ya da hepsinin karşılıklı eş-bütünleşik $I(1)$ olup olmadığından bağımsız bir şekilde kullanılabilir. Son olarak ise ARDL testi küçük ya da sınırlı örnekleme sahip olunan analizlerde de oldukça etkindir (Altıntaş, 2003: 11). Örneklem sayısı görece az olan analizlerde sağladığı avantajlar sebebiyle ARDL yöntemi literatürde sıklıkla tercih edilmektedir (İbrahiem, 2015; Sehrawat ve Giri, 2015). Diğer taraftan uzun dönem ve kısa dönem ilişkilerini ayrı ayrı inceleme imkânı sunması, eş-bütünleşme testini de bünyesinde hali hazırda barındırması ve tanı testleri ile katsayıların istikrar durumunun önceden sağlanmış olma gerekliliği gibi karar mekanizmaları bu çalışmada ARDL seçilmesinin gerekçeleri olarak ifade edilebilir.

ARDL modeli yöntem olarak En Küçük Kareler (EKK) kullanılmaktadır. Bu sebeple EKK'nın temel varsayımları ARDL için de sınanmalıdır. İlk olarak serilerin birim-kök içerip içermedikleri kontrol edilmelidir.

5.3.2. Fourier Toda-Yamamoto (FTY) Nedensellik Testi

Çalışmada modele ARDL eş-bütünleşme testi uygulamasından sonra Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Testi uygulanmıştır. Bu testin gelişim sürecinin temelini oluşturan Granger (1969) nedensellik yöntemi VAR modelini esas almaktadır. Bu yöntem uyarınca seriler durağan değilse halinde birinci farkları alınır. Serilerin farkının alınması durumunda uzun dönemde bilgi kaybı ortaya çıkmaktadır. Bu problemin ortadan kaldırılmasına yönelik olarak TY (1995) Granger nedensellik testi önerilmiştir. Her iki testte de yapısal değişiklikler değerlendirilmeye alınmamaktadır. Enders ve Jones (2016) Granger testine, Nazlioglu vd. (2016) ise TY nedensellik testine Fourier fonksiyonları eklemiş ve yapısal değişikliklerin hesaba katıldığı bir yöntem ortaya koymuştur. Nazlioglu vd. (2016) tarafından önerilen model denklem

5.2’de yer almaktadır. Modelde sabit terimlerin zamanla değişmediği varsayımı genişletilmiş ve yapısal kırılmalar modele dâhil edilmiştir.

$$Y_t = \alpha(t) + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_{p+dmax} y_{t-(p+dmax)} + \varepsilon_t \quad (5.2)$$

Denklem 5.2’de yer alan ve zamanın bir bileşeni olan $\alpha(t)$ sabit terimi y_t ve β ’deki yapısal değişiklikleri göstermektedir. y_t ve ε_t sırasıyla katsayı matrisleri, içsel değişkenler ve beyaz gürültülü hata terimlerini temsil etmektedir. Fourier fonksiyonunun kullanıldığı modellerde tarih, form ve sayının önceden tahmin edilmesi mümkün olmamaktadır. Denklem 5.3, ilgili süreci oluşturmak ve Fourier fonksiyonlarını modele dâhil etmek üzere kurulmuştur.

$$\alpha(t) = \alpha_0 + \sum_{k=1}^n \alpha_{1k} \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \sum_{k=1}^n \alpha_{2k} \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) \quad (5.3)$$

Denklem 5.3’te n frekans sayısını, T gözlem sayısını ve k frekans değerini temsil etmektedir. n için elde edilmesi muhtemel büyük bir değer stokastik parametre varyasyonuna ve dolayısıyla aşırı uyma sorununa sebebiyet verebilir. Bu sebeple modelde tek bir Fourier frekansından doğacak bu sorun kesintilerin tarihinden, sayısından ve şeklinden bağımsız olarak ortadan kaldırabilmektedir (Nazlıoğlu vd., 2016). Kurulan model denklem 5.4’te sunulmuştur.

$$\alpha(t) = \alpha_0 + \alpha_{1k} \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_{2k} \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) \quad (5.4)$$

Denklem 5.5’te tek frekanslı Fourier TY nedensellik modeli gösterilmektedir. Standart TY nedensellik yöntemine benzer şekilde Fourier TY yönteminde yokluk hipotezi seriler arasında nedensellik olmadığını iddia etmektedir.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_{1k} \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_{2k} \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_{p+dmax} y_{t-(p+dmax)} + \varepsilon_t \quad (5.5.)$$

5.4. Ekonometrik Analiz Sonuçları

Bu bölümde Türkiye'ye ait verilerle 1988-2019 dönemine yönelik olarak gerçekleştirilen ekonometrik analizlerin sonuçları raporlanmaktadır. Bu çerçevede ilk olarak birim-kök test sonuçları, sonrasında ARDL eş-bütünleşme testinin sonuçları ve son olarak da FTY nedensellik testinin sonuçları paylaşılmaktadır.

5.4.1. Birim-Kök Test Sonuçları

Zaman serisi analizlerinde serilerin durağan olmaması sahte regresyon durumunun ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Serilerin birim-kök içerip içermediğinin tespiti için hem ADF hem de KPSS testlerinden faydalanılmıştır. Uygulanan birim-kök testleri sonucunda serilerin durağanlık özellikleri Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10. Serilerin düzey değerleri için birim-kök testi sonuçları

	ADF (H_0 : Seri birim kök içerir)		KPSS (H_0 : Seri durağandır)	
	Test ist.	.05 kritik değer	Test ist.	.05 kritik değer
lnaws	-1.11		0.54	
fin	-1.09		0.71	
Intechno	-1.20	-2.96*	0.75	0.46**
lnGDP	0.20		0.74	
Intrade	-1.22		0.64	

*: MacKinnon (1991). **: Kwiatkowski (1992).

Tablo 10'da analiz edilen serilerin düzey değerlerine ait sabitli model kullanılarak elde edilen ADF ve KPSS birim-kök test sonuçları verilmiştir. *Lnaws*, *fin*, *Intechno*, *lnGDP* ve *Intrade* serileri her iki teste göre de birim-kök içermektedir. Tablo 11'de serilerin birinci farklarına ait birim-kök test sonuçları verilmiştir.

Tablo 11. Serilerin birinci farkları için birim-kök testi sonuçları

	ADF (H ₀ : Seri birim kök içerir)		KPSS (H ₀ : Seri durağandır)	
	Test ist.	.05 kritik değer	Test ist.	.05 kritik değer
$\Delta \ln_{naws}$	-3.9		0.11	
$\Delta \ln_{fin}$	-11.11		0.24	
$\Delta \ln_{techno}$	-5.7	-2.96*	0.16	0.46**
$\Delta \ln_{GDP}$	-5.94		0.12	
$\Delta \ln_{trade}$	-4.91		0.17	

*: MacKinnon (1991). **: Kwiatkowski (1992).

Tablo 11 incelendiğinde modeldeki bütün değişkenlerin birinci farklarının durağan olduğu görülmektedir. Böylelikle *ln_{naws}*, *ln_{fin}*, *ln_{techno}*, *ln_{GDP}* ve *ln_{trade}* serilerinin hem ADF hem de KPSS birim-kök testlerine göre I(1) olduğu tespit edilmiştir. Serilerin 2. dereceden entegre yani I(2) olmaması ile birlikte ARDL yaklaşımı ile devam edilmektedir. Literatürde benzer şekilde değişkenlerinin tamamı I(1) olan fakat analizlerinde düşük örneklem sayısına sahip oldukları için ARDL yöntemini tercih eden örnek çalışmalar bulunmaktadır (İbrahiem, 2015; Sehrawat & Giri, 2015).

5.4.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları

Birim-kök testlerinin sonucuna göre serilerin birinci farklarında durağan olduğunun anlaşılmasından sonra ARDL testi uygulanmıştır. *ln_{naws}* bağımlı değişken, *ln_{fin}*, *ln_{techno}*, *ln_{GDP}* ve *ln_{trade}* bağımsız değişkenler olmak üzere, ARDL(p, q₁, q₂, q₃, q₄) model tahmini için maksimum gecikme uzunluğu 4 olarak alınarak ve 2500 model arasından en iyisine AIC kriterine göre karar verilerek ARDL (3,4,3,4,4) modeli elde edilmiştir. ARDL(3,4,3,4,4) tahmin sonuçları Tablo 12’de verilmiştir.

Tablo 12. ARDL(3,4,3,4,4) model tahmin sonuçları

Bağımlı Değişken: lnaws	Katsayı	St. Hata	t-istatistiği	p-değeri
LNAWS(-1)	0.62	0.17	3.67	0.01
LNAWS(-2)	-0.77	0.14	-5.15	0.00
LNAWS(-3)	0.39	0.14	2.68	0.04
FIN	0.00	0.02	0.08	0.93
FIN(-1)	-0.07	0.02	-3.47	0.01
FIN(-2)	-0.05	0.01	-3.00	0.03
FIN(-3)	0.00	0.02	0.25	0.81
FIN(-4)	-0.07	0.02	-2.69	0.04
LNGDP	-0.16	0.25	-0.64	0.54
LNGDP(-1)	1.05	0.35	2.93	0.03
LNGDP(-2)	-1.64	0.35	-4.68	0.00
LNGDP(-3)	2.00	0.38	5.25	0.00
LNTECHNO	0.04	0.21	0.18	0.85
LNTECHNO(-1)	-1.53	0.35	-4.39	0.00
LNTECHNO(-2)	0.59	0.54	1.10	0.32
LNTECHNO(-3)	-1.92	0.47	-4.06	0.01
LNTECHNO(-4)	2.27	0.71	3.15	0.02
LNTRADE	-0.72	0.17	-4.27	0.00
LNTRADE(-1)	0.15	0.07	2.04	0.09
LNTRADE(-2)	-0.19	0.10	-1.91	0.11
LNTRADE(-3)	-0.15	0.06	-2.39	0.06
LNTRADE(-4)	0.06	0.05	1.20	0.28
C	-24.39	7.04	-3.46	0.01

Düzeltilmiş $R^2 = 0.99$, $F = 122$, ($P=0.000$), $DW=2.6$

Tanı Testleri:

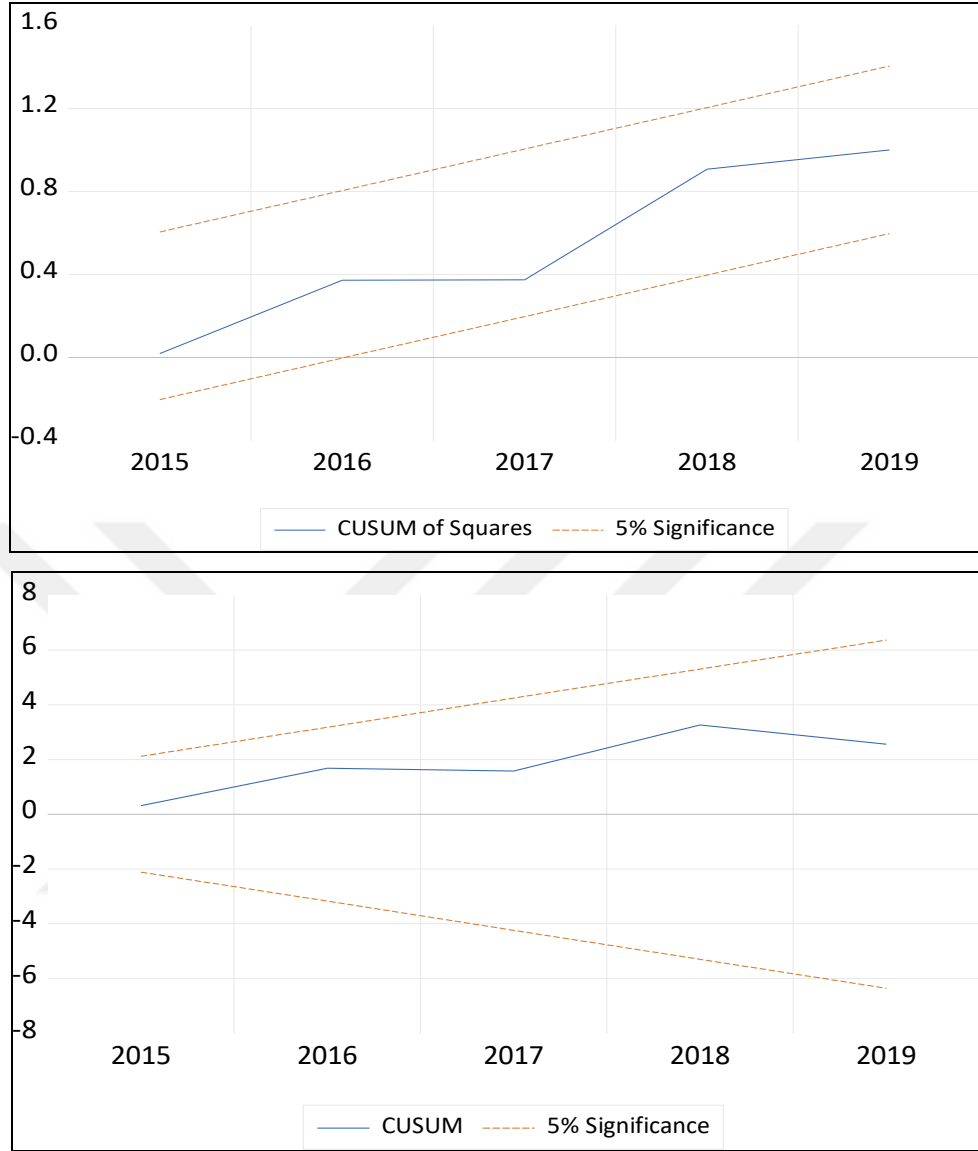
Serisel korelasyon (Breush-Godfrey): $F = 3.19$ ($P=0.18$)

Model Spesifikasyonu (Ramsey-RESET): $F=0.16$ ($P=0.70$)

Normallik (Jarque-Bera): $JB=3.15$ ($P=0.20$)

Değişen Varyans (Breush-Pagan-Godfrey): $F=0.43$ ($P=0.92$)

Tablo 12’de görülen ARDL(3,4,3,4,4) model tahmin sonuçlarına göre yapılan tanı testleri sonucu modelde herhangi bir serisel korelasyon, değişen varyans, spesifikasyon ve normallik sorunlarının olmadığını göstermektedir. Şekil 15’te ise parametre tahminlerinin istikrar koşulunu sağlayıp sağlamadığını tespit etmek üzere yapılan CUSUM ve CUSUMSQ testlerinin sonucu gösterilmektedir.



Şekil 15. CUSUM ve CUSUMSQ grafikleri

Şekil 15'te kesikli kırmızı çizgiler %95 güven sınırlarını, düz mavi çizgi ise parametre tahminlerini göstermektedir. Her iki grafikte de tahminler güven sınırları içerisinde kaldığından parametre tahminlerinin istikrar koşulunu sağladığı ifade edilebilir. Tablo 13'te seriler arasında eş-bütünleşme ilişkisinin varlığını araştırmak için yapılan sınır testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 13. Sınır testi sonuçları

H₀: Eş-bütünleşme yoktur			
	α	I(0)*	I(1)*
F = 15.05	%10	2.75	3.99
K = 4	%5	3.35	4.77
	%1	4.76	6.67

* n= 28 için Narayan (2005) tarafından üretilen kritik değerlerdir.

Tablo 13’te görülen F-Sınır testi için F=15.05 olarak hesaplanmıştır. Bu değer üst kritik değerlerin tüm yanılma düzeyleri için hepsinden büyük ($F > I(1)$) olduğundan “eş-bütünleşme yoktur” yokluk hipotezi reddedilecektir (0.01 için üst kritik değer=6.67, 0.05 için üst kritik değer= 4.77 ve %10 için üst kritik değer= 3.99). Sonuç olarak elde edilen sonuçlara göre seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir, yani, eş-bütünleşiktir. Seriler arasındaki uzun dönem denge ilişkisine dair tahmin sonuçları Tablo 14’te verilmektedir.

Tablo 14. Uzun dönem tahmin sonuçları

Bağımlı Değişken: lnaws	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
FIN	-0.26*	0.07	-3.75	0.01
LNGDP	1.67**	0.18	8.94	0.00
LNTECHNO	-0.74*	0.22	-3.26	0.02
LNTRADE	-1.16**	0.24	-4.81	0.00

*: %5’te anlamlı. **: %1’de anlamlı.

Tablo 14’teki uzun dönem tahmin sonuçlarına göre *fin* ve *lntechno* %5 düzeyinde, *lngdp* ve *lntrade* ise %1 seviyesinde olmak üzere bütün katsayılar anlamlıdır. Beklendiği üzere finansallaşmanın, teknolojinin ve dış açıklık değişkenin katsayısı negatif olarak elde edilmiştir. Değişkenler arasında sadece büyümeyi temsil eden *lnGDP* değişkeninin katsayısı pozitifdir. Elde edilen katsayıya göre büyümedeki %1’lik bir artış düzeltilmiş emek payını %1.68 oranında arttırmaktadır. Finansallaşma endeksinde ise 1 birimlik artış emek payını %0.26 oranında azaltmaktadır. Yani Türkiye’de finansallaşma 1988-2019 dönemi itibarıyla gelir içerisindeki emek payını azaltarak fonksiyonel gelir dağılımını bozucu bir etkiye bulunmaktadır. Bu sonuç

özellikle heterodoks teori ve ampirik çalışmalarda elde edilen sonuçlarla uyumludur. Bu kapsamda Jayadev (2007), Dünhaupt (2017) ve Stockhammer (2017) ile uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. *Lntechno* değişkeni ana akım yaklaşımla uyumlu olarak negatif işaretli ve anlamlıdır. Teknolojideki %1’lik artış, emek payını %0.74 oranında azaltmaktadır. Küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak artan dış açıklık değişkeni ise modelde negatif ve anlamlı bir katsayıya sahiptir. Buna göre dış açıklıktaki %1’lik artış emek payını %1.16 oranında azaltmaktadır. Dış açıklığın fonksiyonel gelir dağılımını bozduğu yönündeki sonuç Darcillon (2015) ve Dünhaupt’ın (2017) sonuçları ile uyumludur.

Tablo 15’te hata düzeltme modeline ait kısa dönem regresyon sonuçları görülmektedir.

Tablo 15. Kısa dönem tahmin sonuçları

Bağımlı Değişken: $\Delta \ln aws$	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
D(LNAWS(-1))	0.37	0.04	8.18	0.00
D(LNAWS(-2))	-0.39	0.04	-8.17	0.00
D(FIN)	0.00	0.00	0.29	0.77
D(FIN(-1))	0.12	0.01	11.13	0.00
D(FIN(-2))	0.07	0.01	6.13	0.00
D(FIN(-3))	0.07	0.00	8.404	0.00
D(LNGDP)	-0.16	0.09	-1.66	0.15
D(LNGDP(-1))	-0.36	0.14	-2.51	0.05
D(LNGDP(-2))	-2.00	0.15	-12.60	0.00
D(LNTECHNO)	0.04	0.10	0.39	0.70
D(LNTECHNO(-1))	-0.94	0.14	-6.49	0.00
D(LNTECHNO(-2))	-0.34	0.15	-2.20	0.07
D(LNTECHNO(-3))	-2.27	0.20	-11.22	0.00
D(LNTRADE)	-0.72	0.04	-16.77	0.00
D(LNTRADE(-1))	0.29	0.03	8.26	0.00
D(LNTRADE(-2))	0.09	0.03	3.04	0.02
D(LNTRADE(-3))	-0.06	0.03	-1.91	0.11
CointEq(-1)*	-0.74	0.05	-14.58	0.00
Düzeltilmiş $R^2 = 0.99$, $F = 17.7$, ($P = 0.000$), $DW = 2.6$				

*: p değeri t-sınır dağılımı ile uyumsuzdur.

Tablo 14'e göre hata düzeltme modeline ait kısa dönem regresyon sonuçları gösterilmektedir ve hata düzeltme katsayısı $EC_{t-1} = -0,74$ olarak hesaplanmıştır. Hata düzeltme mekanizmasının çalışması için bu katsayının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekir. Katsayı beklendiği gibi negatif olmakla beraber anlamlı olduğu görülmektedir. Fakat tablonun altında belirtildiği gibi bu t istatistiği güvenilirdir fakat standart t dağılımına uymadığından karşı gelen p değeri güvensizdir. Dolayısıyla hata düzeltme katsayısının anlamlılığı için t -sınır testine ihtiyaç vardır. Tablo 16'da t istatistiği sınır testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 16. t sınır testi sonuçları

t sınır testi			
	α	I(0)*	I(1)*
t istatistiği = -11.63	%10	-2.57	-3.66
	%5	-2.86	-3.99
	%1	-3.43	-4.6

Elde edilen t istatistiği mutlak değerce tüm yanılma düzeyleri için verilen üst limit kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğundan (örneğin 0.01 yanılma düzeyi için $11.63 > 4.6$) p değeri sonuçları güvenilirdir ve hata düzeltme katsayısı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bu sonuca göre kısa dönemde meydana gelebilecek olan bir sapmanın %74'ü bir sonraki yıl giderilebilmektedir. Başka bir deyişle kısa dönemde dengede oluşacak sapmalar $1/0.74=1.35$ yıl sonra düzelerek uzun dönem dengesine ulaşacaktır.

5.4.3. Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

ARDL eş-bütünleşme testinin sonuçlarının elde edilmesi ve değerlendirilmesinden sonra modele uygulanan Fourier TY nedensellik testinden elde edilen sonuçlar Tablo 17'de gösterilmektedir.

Tablo 17. Fourier toda-yamamoto nedensellik test sonuçları

H ₀	Wald İst.	P-değeri	Frekans (k)	Gecikme Uzunluğu(p)
Fin → aws	12.58**	0.02	1	3
Aws → Fin	4.53	0.25	1	3
Gdp → aws	6.24	0.13	1	3
Aws → gdp	2.88	0.40	1	3
Techno → aws	5.47	0.18	1	3
Aws → techno	0.86	0.83	1	3
Trade → aws	4.67**	0.04	1	1
Aws → Trade	3.35*	0.08	1	1

Not: Maksimum frekans (k) 3 ve maksimum gecikme uzunluğu (p) 3 olarak alınmıştır. Optimal k ve p Schwarz bilgi kriteri ile belirlenmiştir. P-değeri 1000 replikasyona sahip bootstrap dağılıma dayanan serbestlik derecelerini göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. → nedenselliğin yönünü göstermektedir.

Sonuçlara göre çalışmada kurulan modelin başat göstergesi olan finansallaşmadan düzeltilmiş ücret payına doğru nedensellik olduğu görülmektedir. Dolayısıyla çalışmada daha önce de bahsedildiği gibi son dönemde azalma seyrine giren ücret paylarının finansallaşma olgusundan etkilendiği nedensellik testi sonuçları ile de ortaya konulmaktadır. Finansallaşma %5 anlamlılık düzeyinde azalan emek payının Granger nedenidir. Düzeltilmiş ücret payından finansallaşmaya doğru ise nedensellik bulgusu elde edilememiştir.

Modelde nedenselliğin elde edildiği diğer değişken ise dış açıklıktır. Elde edilen sonuçlara göre dış açıklık %5 anlamlılık düzeyinde azalan emek payının nedenidir. Daha önce kurulan ARDL modelinde de dış açıklığın emek payı üzerindeki olumsuz etkisi görülmüştür. Diğer taraftan, düzeltilmiş emek payından da dış açıklığa doğru %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik olduğu bulgusu elde edilmiştir. Diğer değişkenler arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisi elde edilememiştir. Fakat genel sonuçlar itibarıyla esas incelemeye tabi olan finansallaşmadan emek payına doğru elde edilen nedensellik bulgusu, daha evvel gerçekleştirilen ARDL eş-bütünleşme testinden elde edilen sonuçları doğrular niteliktedir.

6. SONUÇ

Tüm dünyayı her yönüyle etkileyen II. Dünya Savaşı sonrasında Keynesyen politikaların etkisi ile finansal piyasaların devlet kontrolünde ve denetiminde faaliyetini sürdürdüğü dönem, Bretton Woods modelinin sona ermesi ve 1970’li yıllarda baş gösteren petrol krizlerinden sonra büyük bir dönüşüme uğramıştır. Yeni ekonomik düzen içerisinde neo-liberal politikaların etkin olduğu ve finansal liberalizasyonun hız kazandığı bir süreç, gelişmiş ülkelerin yanında gelişmekte olan ülkelerin de dünya ekonomisine ayak uydurma maksadıyla entegre olduğu bir yapıya dönüşmüştür.

Bu gelişmeler doğrultusunda, sisteme yeni bir dinamizm kazandırma çabaları ile finansal sektör hızla gelişip etkisini artırırken teknolojik ilerlemeler bu süreci hızlandırmıştır. Özellikle ABD ve Anglosakson ülkelerde sonrasında da diğer gelişmiş ülkelerde finansal ürünlerin çeşitliliği artmış ve finans sektörü derinleşmiştir. Washington Uzlaşısı vasıtasıyla yeni finansal yapı, gelişmekte olan ülkeleri de kapsamına almaya başlamıştır. 1990’lar itibarıyla finansal sermaye üzerindeki engeller büyük ölçüde kaldırılmış ve bu sayede dünya genelinde finansal sermaye hızla yayılmıştır. Böylelikle, 1980 öncesi dönemde önemli kısıtlamalarla karşı karşıya olan finans sektörü, yeni finansal yapı ile birlikte dünya ekonomilerine yön veren bir sektör hüviyeti kazanmıştır.

Finansal kesimin güçlü entegrasyonu, dünya genelinde finansal işlem ve faaliyetlerin derinliğini artırmıştır. Bu nicel gelişmeler, nitel değişimleri de beraberinde getirerek finansal kurumlar ve elitlerin hem ekonomik hem de siyasi güçlerini artırmıştır. Ekonomi politikaları da bu değişimden etkilenmiş ve finans sektörünü önceliklendiren politikalar hızla hayata geçirilmiştir. Bu süreçte tam istihdam hedefi geri plana itilirken, finansal kârların korunması ve sermayenin serbest dolaşımı için fiyat istikrarı evrensel bir ekonomik hedef haline gelmiştir. Finans sektörü, üretim temelli ekonomiden daha hızlı büyüyerek spekülasyon motivasyonunu artırmış ve reel sektör faaliyetlerinin önemi azalmıştır. Bu gelişmeler, ekonomik aktörlerin finansal piyasalara olan ilgisini artırmış ve finansal işlemler hanehalkının günlük yaşamlarının önemli bir parçası hüviyetine bürünmüştür. Şirketler kesiminde

borç-öz kaynak oranı artmış, devlet borçlanması yükselmiş ve hanehalkının borç-gelir oranı artış kaydetmiştir.

Bu gelişmeler, son çeyrek yüzyılda finansallaşma seviyesinin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde arttığını göstermiştir. Aynı dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerde gelir dağılımında ciddi bozulmalar meydana gelmiştir. Geride kalan 30 yıllık süreçte, emek payının sistematik olarak mevzi kaybettiği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde olduğu kadar gelişmekte olan ülkelerde de emek payının GSYH içerisindeki payı azalırken, sermayenin aldığı pasta dilimi büyümektedir. Kırılgan ekonomik yapılarından kaynaklı olarak gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ülkelere nazaran bu süreci daha büyük bir sarsıntıyla tecrübe ettikleri söylenebilir.

II. Dünya Savaşı'ndan 1970'lerdeki petrol krizlerine kadar olan süreçte, gelir eşitsizlikleri daha düşük oranlarda seyretmekteydi. Ancak, 1980'lerden itibaren bu olumlu eğilim tersine dönmüştür. Yüksek ücretlerin maliyet artırıcı olarak değerlendirilmesi dolayısıyla bilinçli bir şekilde kontrol altında tutulması, emek payının ulusal gelir içerisindeki payını azaltarak eşitsizliklerin derinleşmesine yol açmıştır. Bu bağlamda gelişmiş ekonomilerde ve sonrasında gelişmekte olan ülkelerde kayda geçen veriler gelir adaletsizliğinin gözle görülür biçimde arttığını ortaya koymaktadır.

Bahsi geçen gerekçelerle gelir dağılımının kötüleşmesi marjinal tüketim eğilimi yüksek olan ve düşük gelire sahip bireyleri yoksullaştırmakta ve dolayısıyla toplam talep azalmaktadır. Toplam talepteki düşüş ise ilk olarak istihdama zarar vermekte ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Olumsuz etkilenen makro değişkenlere ek olarak sosyal yapıda da ciddi kırılmalar görülebilmektedir.

Günümüzde finansal araçların çeşitliliği oldukça fazladır ve giderek artmaktadır. Tasarruf sahibi hanehalkları, şirketler ve devlet çok çeşitli finansal kaynaklar (menkul kıymetler, tahviller, hisse senetleri, türev ürünler vb.) üzerinden ellerinde bulunan fonu yine bunları kullanmak arzusunda bulunan birimlere finansal araçlar sayesinde ulaştırabilmektedir. Bu yönüyle neo-liberal anlayışa göre reel sektörün finansmanında önemli bir işlevi olduğu düşünülen ve savunulan finansal kesim, karşıt iktisadi literatür tarafından sıkça eleştiriye maruz kalmaktadır. Bu çerçevede Post-Keynesyen görüş, artan finansallaşmanın devlet eliyle uygulamaya

koyulacak düzenlemelerle kontrol altına alınması gerektiği görüşünde birleşmektedir. Marksist yaklaşımda da finansallaşmanın günümüz kapitalizminin sırtında adeta bir kambura dönüştüğü ve sistemsal problemlere sebep olduğu, krizlerin kaçınılmaz olduğu bir ekonomik düzenin içine soktuğu şeklinde değerlendirmeler yer almaktadır. Ayrıca artan finansallaşma ile sermaye sahiplerinin spekülasyon kısa dönemli kazanç elde hırsıyla hareket ettikleri, bankaların finansal aracı rollerinden uzaklaşarak bu kardan pay almaya çalışan bir yapıya dönüştükleri, bu kapsamda hanehalkının dahi elindeki gelirlere adeta göz dikilen bir formasyonun önüne geçilemeyen bir şekilde büyümeye devam ettiği gerçeği eleştirilere en çok maruz kalan konular arasındadır.

Finansallaşmanın 1980 sonrası uygulamaya koyulan finansal liberalizasyon politikaları neticesinde vücut bulduğu ortadadır. Önce gelişmiş ülkelerin daha sonrasında da gelişmekte olan ülkelerin uyum sağladığı ya da sağlamak zorunda kaldığı bu sistem en nihayetinde gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlılıklarını artıran, kırılğan yapılarını daha da bozan ve gelir adaletsizliğini derinleştiren bir unsura dönüşmektedir.

Bu çalışma finansallaşma olgusunun detaylı bir anlatımı ile birlikte gelişmekte olan ülkelere biri olarak Türkiye'nin fonksiyonel gelir dağılımında meydana getirdiği değişimleri ortaya koymaktadır. Bu kapsamda 1988-2019 dönemine ait düzeltilmiş ücret payı, finansallaşma endeksi, teknoloji, büyüme ve ticari açıklık verileri kullanılarak oluşturulan model üzerinden finansallaşmanın Türkiye'de emek payını ne yönde etkilediği anlaşılmaya çalışılmaktadır. Teknoloji, büyüme ve dış açıklık değişkenleri modele kontrol değişkenler olarak eklenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre değişkenler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir, yani eş-bütünleşiktir. Emek payına olumlu yönde etki eden tek değişken büyümedir. Onun dışında kalan, finansallaşma, teknoloji ve dış açıklık değişkenlerindeki artışlar düzeltilmiş emek payını azaltmaktadır. Dolayısıyla analiz sonuçları çalışmanın başat değişkeni olan ve finansallaşma endeksi ile temsil edilen finansallaşma olgusunun Türkiye'de emeğin payını azalttığını ve fonksiyonel gelir dağılımını bozduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye adına ulaşılan bu sonuç literatür ile uyumlu (Tellalbaş, 2011; Oyvat, 2011; Tunalı ve Özdemir, 2017) olmakla beraber, ana akım iktisat anlayışının gelir eşitsizliğinin açıklanmasında finansallaşmayı göz ardı ettiğine işaret etmektedir.

Elde edilen sonuçlar ışığında son dönemde azalan emek payı ve artan gelir eşitsizliğinin çözümüne yönelik olarak bazı politika önerilerinde bulunulabilir. Bahsi geçen finansallaşma süreci kaynaklı finansal karların reel sektörden elde edilen karları baskılaması sorununa çözüm olarak devlet eliyle üretim odaklı ekonomik faaliyetler desteklenmeli ve teşvik edilmelidir. Ayrıca kriz üretme potansiyeline sahip yabancı sermaye hareketleri kontrol ve denetim altına alınabilir. Çünkü bu hareketlilik faiz oranı ve kur üzerinde kısa vadede olumsuz etkilere sahip olabilmektedir. Öte yandan finansal sektörden elde edilen karların vergilendirilmesi sermaye ve emek gelirlerinin birbirine yaklaşması anlamında önemli bir uygulama olarak değerlendirilebilir. Son olarak devlet, sendikaları ve sendikalı olmayı teşvik etmeli ve kolaylaştırmalıdır. Emek piyasasının pazarlık gücünü artıran sendikaların hareket alanını genişletecek politikalar uygulanması ücretlerin ve emek hak edişlerinin korunması anlamında önem arz etmektedir.

Finansallaşmanın emek payı üzerinden fonksiyonel gelir dağılımına etkisini Türkiye özelinde analiz eden bu çalışmanın, finansallaşmanın gelişmekte olan ülkelerin makro-ekonomik göstergelerinde meydana getirdiği değişiklikleri konu alan literatüre katkı sunması beklenmektedir. Gelecek çalışmalarda, ülke bazlı dinamiklerin gözetilmesi ile finansallaşmanın farklı değişkenlerle temsil edildiği ve çoklu modellerin kurulduğu analizler gerçekleştirilebilir.

KAYNAKÇA

- Abdi, H., & Williams, L. J. (2010). Principal component analysis. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Computational Statistics*, 2(4), 433-459.
- Akçagün Narin, P., & Elveren, A. Y. (2024). Financialization and Militarization: An Empirical Investigation. *Review of Radical Political Economics*, 56(1), 70-100.
- Akçay, Ü., & Güngen, A. R. (2022). Dependent financialisation and its crisis: the case of Turkey. *Cambridge Journal of Economics*, 46(2), 293-316.
- Akgüç, Ö. (1989). *Yüz Soruda Bankacılık*, 2. Baskı, İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Akkemik, K. A., & Özen, Ş. (2014). Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey. *Socio-Economic Review*, 12(1), 71-98.
- Akyüz, Y. (2018). Inequality, financialisation and stagnation. *The Economic and Labour Relations Review*, 29(4), 428-445.
- Akyüz, Y., & Boratav, K. (2003). The making of the Turkish financial crisis. *World Development*, 31(9), 1549-1566.
- Akyüz, Y. (2018). Inequality, financialisation and stagnation. *The Economic and Labour Relations Review*, 29(4), 428-445.
- Alexiou, C., Trachanas, E., & Vogiazas, S. (2022). Income inequality and financialization: A not so straightforward relationship. *Journal of Economic Studies*, 49(1), 95-111.
- Alvarez, I. (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: The case of France, *Socio-Economic Review*, 13(3), 449-75.
- Apaydın, F., & Çoban, M. K. (2023). The political consequences of dependent financialization: Capital flows, crisis and the authoritarian turn in Turkey. *Review of International Political Economy*, 30(3), 1046-1072.
- Assa, J. (2012). Financialization and Its Consequences: The OECD Experience. *Finance Research*, 1(1), 35-39.
- Atasever, G. (2022). Finansallaşma ve Gelir Eşitsizliği: Türkiye ve Avrupa Birliği Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *TESAM Akademi Dergisi*, 9(2), 443-462.
- Atkinson, A.B., T. Piketty & E. Saez. (2011). Top Incomes in the Long Run of History. *Journal of Economic Literature*. 49:1, 3-71.
- Atkinson, A. B. (2015). *Inequality: What can be done?* Harvard University Press.

- Aybar, S., & Doğru, C. (2013). Finansallaşma ve İktisadi Sonuçları: Türkiye Örneği. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(100), 9-40.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2010). *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*, Çalışma Tebliği. <https://www.bddk.org.tr/Duyuru/EkGetir/400?ekId=411> (Erişim: 23.08.2023).
- Barajas A., Dell’Ariccia G., & Levchenko A. (2007). *Credit booms: the good, the bad, and the ugly*. Working Paper. International Monetary Fund (Washington, DC).
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt & R. Levine. (2004). *Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence*. (World Bank Policy Research Working Paper 3338). Washington DC: World Bank.
- Binay, Ş., & Kunter, K. (1998). Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü. TCMB Yayınları, Tartışma Tebliği, 9803.
- Bivens, J., & Weller, C. (2004). Institutional shareholder concentration, corporate governance changes and diverging fortunes of capital and labor. In *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* (pp. 10-11). New York, NY: New School University.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83-107.
- Boratav, K. (1998). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-1985*, 6. Baskı, İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Boratav, K. (2005). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002*, 9. Baskı, Ankara: İmge Kitabevi.
- Boratav, K. (2007). *Yakınçağ Türkiye tarihi, 1908-1980*. İstanbul: Milliyet Kitaplığı.
- Bordo, M. D., & Haubrich, J. G. (2017). Deep recessions, fast recoveries, and financial crises: Evidence from the American record. *Economic Inquiry*, 55(1), 527-541.
- Brenner, R. (2003). *The boom and the bubble: The US in the world economy*. London-New York: Verso Books.
- Brenner R. (2006). *The Economics of Global Turbulence*. London-New York: Verso Books.
- Crotty, J. (2006). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. G. Epstein (ed.), *Financialisation and the World Economy* içinde, Edward Elgar.
- Çelik, Z. (2012). Neoliberalizmin kısa tarihi. *İdealkent*, 3(7), 187-193.

- De Vita, G., & Luo, Y. (2021). Financialization, household debt and income inequality: Empirical evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1917-1937.
- Davis, G. F., & Kim, S. (2015). Financialization of the Economy. *Annual Review of Sociology*, 41(1), 203-221.
- Delice, G. (2015). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 1(2), 21-55.
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324.
- Denk, O. & B. Cournède (2015). *Finance and income inequality in OECD countries*. OECD Economics Department, Working Papers, No. 1224, OECD Publishing, Paris, s.1-41.
- Durusoy, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*, 18, 15-25.
- Dünhaupt, P. (2013). *The effect of financialization on labor's share of income* (No. 17/2013). Working Paper.
- Dünhaupt, P. (2014). *An empirical assessment of the contribution of financialization and corporate governance to the rise in income inequality* (No. 41/2014). Working Paper.
- Dünhaupt, P. (2016). The effect of financialization on labor's share of income, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 41, 283–306.
- Dünhaupt, P. (2017). Determinants of labor's income share in the era of financialisation. *Cambridge Journal of Economics*. 41, 283–306.
- Epstein, G. (2002). *Financialization, rentier interests, and central bank policy*. Conference Paper, University of Massachusetts, Amherst, MA, December, 7-8.
- Epstein, G. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. G. Epstein (Ed.). *Financialization and the World Economy* içinde. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2005, 3-16.
- European Commission (EC). (2007). The labour income share in the European Union. *Employment in Europe* içinde. Brussels, 237–272.
- Flaherty, E. (2015). Top incomes under finance-driven capitalism, 1990–2010: Power resources and regulatory orders. *Socio-Economic Review*, 13(3), 417-447.
- Foster, J. B. (2000). *Marx's Ecology: Materialism and Nature*. Monthly Review Press.

- Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly Review*, 58(11), 1-12.
- Foster, J. B. (2010). The Financialization of Accumulation. *Monthly Review*. 62(5), 1-17.
- Foster, J. B. (2011). Tekelci Finans Sermayesi. (Çev. B. Baysal, O. Gayretli ve S. Serezli). İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Gabor, D. (2013). *The financialisation of the Romanian economy: from central bank-led to dependent financialization*. (No. fstudy05). Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project.
- Guerriero, M. (2019). *The labor share of income around the world: Evidence from a panel dataset* (pp. 39-79). Springer, Singapore.
- Guschanski, A. & Ö. Onaran. (2017a). Why is the share falling in emerging economies? Industry level evidence. *Greenwich Political Economy Research Centre*. No: GPERC52, 1-38.
- Guschanski, A. & Ö. Onaran. (2017b). The political economy of income distribution: industry level evidence from 14 OECD countries. *Greenwich Political Economy Research Centre*, No: GPERC51, 1-51.
- Guschanski, A., & Onaran, Ö. (2022). The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD. *Socio-Economic Review*, 20(3), 1091-1124.
- Guttmann, R. (2016). *Finance-led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*, New York: Palgrave Macmillan.
- Güngen, A. R. (2013). Devletin Finansallaşması: Avro Bölgesi Krizi ve Yunanistan Örneği. *Atılım Sosyal Bilimler Dergisi*, 47(62).
- Haiven, M. (2016). *Hayali Sermaye: Popüler Kültürde ve Gündelik Yaşamda Finansallaşma*. (Çev. Y. E. Kara). İstanbul: Koç Üniversitesi Yayınları.
- Hardoon, D., Fuentes-Nieva, R., & Ayele, S. (2016). *An Economy for the 1%: How privilege and power in the economy drive extreme inequality and how this can be stopped*. Oxfam International.
- Harvey, D. (2010). *Post-modernliğin Durumu*. (Çev. S. Savran). İstanbul: Metis Yayınları.
- Harvey, D. (2015). *Sermayenin Sınırları*. (Çev. U. Balaban). İstanbul: Yazılama Yayınevi.
- Hausman, A., & Johnston, W. J. (2014). The role of innovation in driving the economy: Lessons from the global financial crisis. *Journal of Business Research*, 67(1), 2720-2726.

- Hein, E. (2012). *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism – and Its Crisis*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907-934.
- Hilferding, R. (1981). *Finance Capital*, translated by Morris Watnick and Sam Gordon. London: Routledge and Kegan Paul.
- Ibrahiem, D. M. (2015). Renewable electricity consumption, foreign direct investment and economic growth in Egypt: An ARDL approach. *Procedia Economics and Finance*, 30, 313-323.
- Jaumotte, F. & Osorio Buitron, C. (2015). *Inequality and Labor Market Institutions*, IMF Staff Discussion Note No. 15/14, Washington D.C., International Monetary Fund.
- Jayadev, A. (2007). Capital account openness and the labour share of income, *Cambridge Journal of Economics*, 31(3), 423-43.
- Jolliffe, I.T. (1986). *Principle Component Analysis*. New York: Springer-Verlag.
- Kadir, E. (1993). Mali Baskı Altındaki gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım*, 4(10), 83-100.
- Kaltenbrunner, A., Karaçimen, E., & Rabinovich, J. (2024). Assessing financialization under international financial subordination: a mixed-methods study of Brazilian and Turkish non-financial corporations. *Socio-Economic Review*, 0(0), 1-28.
- Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2014). The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103.
- Karaçimen, E. (2013). *Political Economy of Consumer Debt in Developing Countries: Evidence from Turkey*. (Doktora Tezi) SOAS: University of London.
- Karaçimen, E. (2014). Financialization in Turkey: The case of consumer debt. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 16(2), 161-180.
- Karaçimen, E. (2015). *Türkiye’de finansallaşma: Borç kısılacında emek*. İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları.
- Karpat, K. (2012). *Kısa Türkiye Tarihi 1800- 2012*. İstanbul: Timaş Yayınları.
- Karwowski, E. (2020). Economic development and variegated financialization in emerging economies. Mader, P., Mertens, D., & Van der Zwan, N. (Eds.), *The Routledge International Handbook of Financialization* içinde (pp. 162-176). Routledge.

- Kazgan, G. (1988). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, 2. Basım, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (2013). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929 - 2009)*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi.
- Kılınç, M., Kılınç, Z., & Turhan, M. I. (2012). Resilience of the Turkish economy during the global financial crisis of 2008. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(5), 19-34.
- Koç, A. C. (2013). *Dünyada Finansallaşma Süreci ve Türkiye Deneyimi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Koçtürk, O. M., & Gölalan, M. (2010). 1923-1950 Türkiye ekonomisinin yapısal analizi. *Üçüncü Sektör Kooperatifçilik*, 45(2), 48-65.
- Kohler, K., Guschanski, A., & Stockhammer, E. (2019). The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test. *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 937-974.
- Kohler, K., Guschanski, A., & Stockhammer, E. (2019). The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test. *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 937-974.
- Köymen, O. (2007). *Sermaye Birikirken*. İstanbul: Yordam Kitabevi.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.
- Kristal, T. (2010). Good Times, Bad Times: Postwar Labor's Share of National Income in Capitalist Democracies. *American Sociological Review*. 75 (5), 729-763.
- Kus, B. (2012). Financialisation and income inequality in OECD nations: 1995-2007. *The Economic and Social Review*, 43(4), 477-495.
- Kwon, R., & Roberts, A. (2015). Financialization and income inequality in the new economy: An exploration of finance's conditional effects. *Sociology of Development*, 1(4), 442-462.
- Lapavitsas, C. (2009a). Financialised capitalism: crisis and financial expropriation, *Historical Materialism*, 17(2), 114-148.
- Lapavitsas, C. (2009b). Finansallaşmanın Krizi. C. Lapavitsas (Ed.). *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi* içinde. (Çev. T. Öncel). İstanbul: Yordam Kitap Kitabevi.
- Lapavitsas, C. (2013). *Profiting Without Producing. How Finance Exploits Us All*. London: Verso Books.

- Lapavitsas, C., & Soydan, A. (2022). Financialisation in developing countries: approaches, concepts, and metrics. *International Review of Applied Economics*, 36(3), 424-447.
- Lazonick, W. and O’Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, vol. 29, 13–35.
- Lazonick, W. (2013). The financialisation of the US corporation: What has been lost and how can it be regained. *Seattle University Law Review*, 36(2), 857–909.
- Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity: stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off. *Harvard Business Review*, 92(9), 46-55.
- Lee, K. K., & Siddique, M. A. B. (2021). Financialization and income inequality: An empirical analysis. *The Japanese Political Economy*, 47(2-3), 121-145.
- Lenin, V. I. (2009). *Emperyalizm: Kapitalizmin En Yüksek Aşaması*. (Çev. C. Süreya) Ankara: Sol Yayınları.
- Lin, K.-H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008, *American Journal of Sociology*, vol. 118, 1284–1329.
- Marx, K. (1867). *Kapital cilt: I: Ekonomi politiğin eleştirisi*. (Çev. A. Bilgi). Ocak 2009, Ankara: Sol Yayınları.
- Marx, K. (1885). *Kapital cilt: II: Ekonomi politiğin eleştirisi*. (Çev. A. Bilgi). Şubat 2009, Ankara: Sol Yayınları.
- Marx, K. (1894). *Kapital cilt: III: Ekonomi politiğin eleştirisi*. (Çev. A. Bilgi). Şubat 2009, Ankara: Sol Yayınları.
- Musullugil K.A. (2007). *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği*. Doktora tezi. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests. *Applied economics*, 37(17), 1979-1990.
- Nazlioglu, S., Gormus, N. A., & Soytaş, U. (2016). Oil prices and real estate investment trusts (REITs): Gradual-shift causality and volatility transmission analysis. *Energy Economics*, 60, 168-175.
- Nikoloski, Z. (2012). “Financial Sector Development and Inequality: Is There a Financial Kuznets Curve?” *Journal of International Development*. 25(7), 897–911.
- OECD iLibrary (2010). *The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery*.

- Oktar, S., & Varli, A. (2010). Türkiye’de 1950–54 Döneminde Demokrat Parti’nin Tarım Politikası. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 1-22.
- Onaran, O. (2009). Wage share, globalization and crisis: the case of the manufacturing industry in Korea, Mexico and Turkey. *International Review of Applied Economics*, 23(2), 113-134.
- Orhangazi, Ö. (2008a). 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*, vol. 32, 863–886.
- Orhangazi, Ö. (2008b). *Financialization and the U.S. Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Orhangazi, Ö. (2011). Kalkınma, kapitalizmin mantığı ve eşit olmayan gelişme. *İktisat Dergisi*, (519), 47-54.
- Oyvat, C. (2011). Globalization, wage shares and income distribution in Turkey. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 4(1), 123-138.
- Özdemir, O. (2017). *Explaining the labor share of income: a synthetic analysis with capital account openness and financial development OECD and non-OECD countries 1995-2015*. (Doktora Tezi). Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Öztürk, N. (2002). IMF’nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkiler. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 57(04).
- Palley, T. I. (2007). *Financialization: What It Is and Why It Matters*. Economics Working Paper Archive, Working Paper No: 525, Levy Economics Institute.
- Palley, T. I. (2012). *From Financial Crisis to Stagnation – The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*. New York: Cambridge University Press.
- Palley, T. I. (2016). Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter. *Real-World Economics Review*, issue no. 74, 1-18.
- Pamuk, Ş. (2014). *Türkiye’nin 200 yıllık iktisadi tarihi*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Parasız, İ. (1998). *Türkiye ekonomisi: 1923'den günümüze Türkiye'de iktisat ve istikrar politikaları uygulamaları*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Philips, K. (1993). *Boiling Point*. New York: Random House.
- Pierson, C. (2014). *Modern Devlet*. (Çev. B. Erdoğan ve N. Kutluğ). İstanbul: Chiviyazıları Yayınevi.

- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(4), 102-107.
- Rajan, R. G. (2006). Has finance made the world riskier? *European Financial Management*, 12(4), 499-533.
- Sawyer, M. (2014). What is financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5-18.
- Schwan, M., Trampusch, C., & Fastenrath, F. (2021). Financialization of, not by the state. Exploring changes in the management of public debt and assets across Europe. *Review of International Political Economy*, 28(4), 820-842.
- Sehrawat, M., & Giri, A. K. (2015). Financial development and income inequality in India: an application of ARDL approach. *International Journal of Social Economics*, 42(1), 64-81.
- Stiglitz, J. E. (2012). *The price of inequality: How today's divided society endangers our future*. London: Allen Lane.
- Stockhammer, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, 719-41.
- Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition & Change*, 12(2), 184-202.
- Stockhammer, E. (2010). Income distribution, the finance-dominated accumulation regime, and the present crisis. *The World Economy in Crisis-the Return of Keynesianism*, 63-86.
- Stockhammer, E. (2011). Wage norms, capital accumulation, and unemployment: a post-Keynesian view. *Oxford Review of Economic Policy*, 27(2), 295-311.
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution and the crisis. *Investigación Económica*, 71(279), 39-70.
- Stockhammer, E. (2013). Why have wage shares fallen? An analysis of the determinants of functional income distribution. In *Wage-led growth: An equitable strategy for economic recovery* (pp. 40-70). London: Palgrave Macmillan UK.
- Stockhammer, E. (2017). Determinants of the Wage Share. A Panel Analysis of Advanced and Developing Economies, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 55, 3-33.
- Svirydzenka, K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. *IMF Working Paper*. WP/16/5, 1-42.

- Tori, D. & Onaran, Ö. (2017). *The Effects of Financialisation and Financial Development on Investment: Evidence from Firm-level Data in Europe*, Greenwich Papers in Political Economy No. 44, London, University of Greenwich.
- Tridico, P. (2017). The determinants of income inequality in OECD countries. *Cambridge Journal of Economics*, 42(4), 1009-1042.
- Tridico, P., & Pariboni, R. (2018). Inequality, financialization, and economic decline. *Journal of Post Keynesian Economics*, 41(2), 236-259.
- Tridico, P. (2018). The determinants of income inequality in OECD countries. *Cambridge Journal of Economics*, 42(4), 1009-1042.
- Tunalı, H., & Özdemir, O. (2017). Türkiye'de Finansallaşmanın Emek Payı Üzerindeki Etkisi Üstüne Bir Deneme. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 67(1).
- Türkiye Bankalar Birliği - TBB (2008). *50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi "1958-2007"*. <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/808/2tbb50yil.pdf> (Erişim: 23.08.2023).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası - TCMB (2001). *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9d16883c-c298-4863-8992-e6054973ce6b/program.pdf?MOD=AJPERES> (Erişim: 23.08.2023).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası-TCMB (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası-TCMB. (2018). *100 Soruda Merkez Bankacılığı*.
- Uludağ, İ. & Arıcan E. (2003). *Türkiye Ekonomisi Teori, Politika, Uygulama*, İstanbul: Der Yayınları.
- Üzar, U. (2017). Finansallaşma çağında eşitsizliklerin görünümü ve devletin rolü. *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 101, 103-131.
- Üzar, U. (2018). *Finansallaşma fonksiyonel gelir dağılımını etkiliyor mu? Politik Ekonomi Perspektifinden Ampirik Bir Değerlendirme*. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Vyas, S., & Kumaranayake, L. (2006). Constructing socio-economic status indices: how to use principal components analysis. *Health policy and planning*, 21(6), 459-468.
- Wilkinson, R., & Pickett, K. (2010). *The spirit level: Why equality is better for everyone*. Allen Lane.

- Williamson, J., & Mahar, M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*. (Çev. G. Delice). Ankara: Liberte Yayınları.
- Wood, J. D. G. (2017). The Effects of the Distribution of Mortgage Credit On the Wage Share: Varieties of Residential Capitalism Compared. *Comparative European Politics*, vol. 15, 819–847.
- Yazici, S. (2019). *Finansallaşmanın 1980'den günümüze Türkiye ekonomisine etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi*. 17. Basım. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yeldan, E. (2013). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve Kriz: Öğrenilenler, Unutturulmak İstenenler. H. Balseven ve Fuat Ercan, (Ed.), *Kriz ve Türkiye Aşınan Teoriler* içinde (s. 95-108). Ankara: Phoenix Yayınevi.
- Yülek, M. A. (1996). *Mali Serbesti ve Reel Ekonomi: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi. Bilkent Üniversitesi, Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Zalewski, D. A., & Whalen, C. J. (2010). Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis. *Journal of Economic Issues*, 44(3), 757-777.