



T.C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT BİLİM DALI

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ARDINDAN
FİNANSALLAŞMA OLGUSUNUN YÜKSELİŞİ:
POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Güneş TAŞ

Danışman:

Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR

BURSA – 2019



T.C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT BİLİM DALI

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ARDINDAN
FİNANSALLAŞMA OLGUSUNUN YÜKSELİŞİ:
POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Güneş TAŞ

Danışman:

Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR

BURSA – 2019

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Teorisi Bilim Dalı'nda 701611033 numaralı Güneş TAŞ'ın hazırladığı "Küresel Finans Krizinin Ardından Finansallaşma Olgusunun Yükselişi: Post Keynesyen Yaklaşım" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı, 29/08/2019 günü 11:15 - 12:00 saatleri arasında yapılmış, sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının **BAŞARILI** (başarılı /başarısız) olduğuna **oybirliği** (oybirliği / oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu

Başkanı)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Doç. Dr. METİN ÖZDEMİR



Üye


Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi


Prof. Dr. Nalan Ölmezogulları
BÜÜ

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Salih Kalaycı
Bursa Teknik Üniversitesi



29/08/2019

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Küresel Finansal Krizin Ardından Finansallaşma Olgusunun Yükselişi: Post-Keynesyen Yaklaşım” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

22/08/2019



Adı Soyadı: Güneş TAŞ

Öğrenci No: 701611033

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: İktisat

Statüsü: Yüksek Lisans



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 22/08/2019

Tez Başlığı / Konusu: Küresel Finansal Krizin Ardından Finansallaşma Olgusunun Yükselişi: Post-Keynesyen Yaklaşım

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 140 sayfalık kısmına ilişkin, 22/08/2019 tarihinde şahsım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından (Turnitin)* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 10 'dur.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

22.08.2019

Adı Soyadı: Güneş TAŞ
Öğrenci No: 701611033
Anabilim Dalı: İktisat
Programı: İktisat
Statüsü: Y.Lisans Doktora

Danışman
Doç.Dr. Metin ÖZDEMİR
22.08.2019

* Turnitin programına Bursa Uludağ Üniversitesi Kütüphane web sayfasından ulaşılabilir.

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Güneş TAŞ
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : XI+ 147
Mezuniyet Tarihi : .../.../2019
Tez Danışman(lar)ı : Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ARDINDAN FİNANSALLAŞMA OLGUSUNUN YÜKSELİŞİ: POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM

1970’li yılların karlılık krizinden itibaren Keynesyen düzenleyici politikaların yerini Neoklasik politikalar almış böylelikle kapitalizmin son aşaması olarak kabul edilen finansallaşma, teorik ve politik temelleri açısından genişleme imkanı bulmuştur. Ekonominin birçok alanında finansal etkinliğin ve finansal tesirin artması olarak kabul edilen finansallaşma öncelikli olarak gelişen ülkelerde ortaya çıkmıştır. Fakat finansal gelişimin temel dinamiklerinden olan neoliberal politikalar çerçevesinde uygulanan finansal liberalizasyon ve küreselleşme finansın etkilerinin gelişen ülkelere yansıdığını göstermektedir. Finansallaşma literatürüne yapılan farklı kuramsal yaklaşım içerisinden Post Keynesyen yaklaşım finansı, Neoklasik iktisattan daha kapsamlı ele alması ve makroekonomik perspektiften modellenmesi finansallaşmanın etkilerinin anlaşılmasında teorik zemin oluşturmuştur. Buradan yola çıkarak finansallaşmanın Türkiye gibi gelişen bir ekonomi üzerindeki etkilerinin ne yönde geliştiği önemlidir. Türkiye’de finansallaşma 1990’lı yıllardan sonra sermaye piyasalarından ziyade bankacılık sektörü üzerine gelişmiş ancak 2001 finansal krizinden sonra bankalar, devletin ihraç ettiği DİBS’den elde ettikleri karlılık yerine esas faaliyet alanları olan krediye yönelmiştir. Serbest piyasa koşullarının etkisiyle yurtiçi bankalardan ziyade uluslararası bankalardan daha düşük borçlanma maliyetiyle borçlanan firmaların kredilerinin artması, yurtiçi bankaların kaynaklarını hanehalkı tüketici kredilerine yöneltmesinde etkili olmuştur. Kolay erişilebilir kredilerle hanehalkı ve özel sektör tüketim ve borçlanma dinamiklerinin 2000’li yıllardan sonra hızla değişmesine neden olmuştur. Türkiye’de özellikle hanehalkı seviyesinde artan tüketim talebinin tüketici kredileri ve kredi kartları aracılığıyla kolay ödeme imkanına kavuşması, bireylerin tüketim ve borçlanma oranları yükselmiş ayrıca özel sektör tasarruf oranları azalmıştır. Özetle Türkiye’de hanehalkı ve firmaların bankacılık faaliyetleri üzerinden borçlanarak finansallaştığı söylenebilir. Böylelikle denilebilir ki; krediler refah seviyesinin ve ekonomik büyümenin yükselmesinde katalizör görevini üstlenebilir ancak bu uygun makroekonomik koşullar altında finansın iyi yönetilmesiyle mümkün olabilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Finansallaşma, Post-Keynesyen, Finansal liberalizasyon, Türkiye, Bankacılık, Bireysel krediler.

ABSTRACT

Name and Surname : Güneş TAŞ
University : Uludag University
Institution : Institute of Social Science
Field : Economics
Branch : Economics
Degree Awarded : Master
Page Number : XI+147
Degree Date :/..../2019
Supervisor : Assoc. Prof. Metin OZDEMIR

THE RISE OF FINANCIAL EVALUATION AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS: POST-KEYNESIAN APPROACH

Since the 1970s profitability crisis, Keynesian regulatory policies have been replaced by Neoclassical policies, thus financialization, which is considered the final stage of capitalism, has had the opportunity to expand in terms of its theoretical and political foundations. Financialization, which is considered as an increase in financial efficiency and financial impact in many areas of the economy, has emerged primarily in developing countries. However, financial liberalization and globalization implemented within the framework of neoliberal policies, one of the fundamental dynamics of financial development, show that the effects of finance are reflected on developing countries. Post Keynesian approach finance, a more comprehensive approach from Neoclassical economics and modeling from a macroeconomic perspective, which is one of the different theoretical approaches to financialization literature, provided a theoretical basis for understanding the effects of financialization. Based on this financialisation and the effects on a developing economy like Turkey, it is important that what evolved in that direction. After Turkey, financialization 1990 after advanced 2001 financial crisis on rather than the banking sector and capital market banks, the state exported by instead profitability gained from domestic government bonds tended to credit is essential areas of activity. The increase in the loans of firms borrowing at lower borrowing costs than international banks due to free market conditions has been effective in directing domestic banks' resources to household consumer loans. With the easily accessible loans, household and private sector consumption and borrowing dynamics have changed rapidly after 2000s. Turkey, especially household consumption increased level of demand for consumer loans and credit cards through the meeting with easy payment facilities, consumption and borrowing rates of individuals increased private sector saving rates also decreased. As a summary, financialization is supplied by banking activities through borrowing of households and firms in Turkey. Thus, it can be said that; loans can serve as catalysts for the rise in welfare and economic growth, but this is only possible through proper management of finance under favorable macroeconomic conditions.

Keywords: Financialization, Post Keynesian, Financial liberalization, Turkey, Banking, Personal loans.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vi
TABLolar.....	x
ŞEKİLLER.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSALLAŞMA SÜRECİNE TEORİK VE KURAMSAL YAKLAŞIM

1. KAPİTALİZMİN TARİHSEL SÜRECİNDE FINANSALLAŞMA OLGUSU	5
1.1. Kapitalist Sistemin Evrimi	5
1.1.1. Kapitalizm Kavramı.....	5
1.2. Kapitalizmin Gelişim Süreci	6
1.2.1. Ticari Kapitalizm (Merkantilizm) Dönemi.....	7
1.2.2. Sanayi Kapitalizmi Dönemi.....	10
1.2.2.1. (1776-1873) Arası Dönem:	10
1.2.2.2. (1873-1970) Arası Dönem:	11
2. FINANSALLAŞMA SÜRECİ.....	14
2.1. Finansallaşma Sürecinin Gelişiminin Temel Dinamikleri	16
2.1.1. Finansallaşma ve Neo-Liberalizm	17
2.1.1.1. Finansal Liberalizasyon ve McKinnon-Shaw Hipotezi	17
2.1.1.2. Neoliberalizmin Yükselişi.....	18
2.1.2. Finansallaşma ve Küreselleşme	19
2.1.3. Finansallaşma Olgusu	21
2.2. Finansallaşmanın İktisadi Etkileri	23

3. FİNANSALLAŞMAYA KURAMSAL YAKLAŞIM.....	28
3.1. Finansallaşmaya Neo-Klasik Yaklaşım.....	28
3.2. Finansallaşmaya Marksist Yaklaşım	29
3.3. Finansallaşmaya Keynesyen Yaklaşım	32

İKİNCİ BÖLÜM

POST-KEYNESYEN YAKLAŞIMDA FİNANSALLAŞMA

1. POST-KEYNESYEN İKTİSADIN KÖKENİ, ANA ÖNERMELERİ VE NEO KLASİK İKTİSAT İLE ARASINDAKİ PARADİGMASAL FARKLILIKLAR ..	37
1.1. Post Keynesyen Yaklaşımında Ergodik Olmayan Sistem ve Belirsizlik	41
1.2. Post Keynesyen Yaklaşımında Finansal Piyasalara ve Finansın Rolüne Yönelik Yaklaşımlar	43
2. POST-KEYNESYEN MAKROEKONOMİK PERSPEKTİFTEN FİNANSALLAŞMA.....	46
2.1. Bölüşüm ve Toplam Talep Analizi	46
2.2. Gelişme Evreleri Yöntemi.....	50
2.3. Post Keynesyen Firma Teorisi.....	52
3. POST-KEYNESYEN BAKIŞ AÇISIYLA FİNANSALLAŞMANIN ETKİLERİ	57
3.1. Finansallaşma ve Firma Yatırım Davranışları Üzerine	58
3.2. Finansallaşma ve Hanehalkı Davranışları Üzerine.....	65
3.3. Finansallaşma ve Gelir Dağılımı Üzerine	68
4. FİNANSALLAŞMA VE MAKROEKONOMİK İSTİKRARSIZLIK.....	72
4.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi.....	73

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN FİNANSALLAŞMASI: FİNANSALLAŞMANIN ETKİ KANALLARI BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRME/TARTIŞMA

1. TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ	79
1.1. 1980 Sonrası Dönem: Finansal Liberalizasyon / Reform ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi Süreci	80
1.2. Finansın Genişleme Süreci	85
1.2.1. Finansal Kesimin Aktif Büyüklüğü ve Bankacılık Kesimi	88
1.2.2. Finansal Aracılık Hizmetleri ve Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları	91

2. TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ FİNANSAL KRİZLERİ (1991-2001) POST KEYNESYEN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK (KIRILGANLIK) YAKLAŞIMIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ	95
2.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler	95
2.2. Türkiye’de 1991-2001 Dönemi Arası Krizlerini Finansal Kırılganlık Yaklaşımı Çerçevesinde Yorumlanması/Değerlendirilmesi.....	97
3. FİNANSALLAŞMANIN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	99
3.1. Hanehalkı Davranışları Üzerine Etkileri	100
3.1.1. Üretim, Dış Ticaret Yapısındaki Dönüşüm ve Ücretler	101
3.1.2. Artan Tüketici Talepleri ve Dönüşen Hanehalkı Tüketim Kalıpları	106
3.1.3. Hanehalkı Borçluluğu Üzerine	113
3.2. Firma Yatırım Davranışları Üzerine Etkileri.....	118
3.3. Gelir Dağılımı Üzerine Etkileri	123
SONUÇ.....	125
KAYNAKÇA	130
EK 1:.....	147

TABLÖLAR

Tablo 1: 10 Gelişmiş Ekonomide Borcun Değişim Oranları.....	26
Tablo 2: Heterodoks ve Ortodoks (Neoklasik) Okulların Varsayımlarına İlişkin Paradigmasal Farklılıklar	39
Tablo 3: Post Keynesyen Teorinin Temel İlkeleri	41
Tablo 4: Kar Odaklı ve Ücret Odaklı Rejimlerin Tanımı	49
Tablo 5: Harcanabilir Gelirin Yüzdesi Olarak Hanehalkı Borcu ve Özel Tüketim Harcamaları	67
Tablo 6: Menkul Kıymetlerin ve Kredilerin Banka Aktifine Oranı, Yüzde (%)	86
Tablo 7: Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları, 2000-2018	94
Tablo 8: Türkiye'nin Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeleri, Milyon ABD Doları, 2001-2018	103
Tablo 9: Mal Gruplarına Göre İthalat ve İhracat Oranları, Yüzde (%), Bin ABD Doları, 2001-2018	104
Tablo 10: Finansal Derinlik ve Aracılık Oranları, Yüzde (%), 2002-2019 Mart	108
Tablo 11: Hanehalkı Finansal Varlıkları Bileşimi, Yüzde (%), 2003-2018	112
Tablo 12: Bireysel Kredi ve Kredi Kartını Ödememiş Gerçek Kişi Sayısı, 2009-2018	115
Tablo 13: Tüketici Kredilerinde Takibe Dönüşüm Oranları, Yüzde (%), 2009-2019	117
Tablo 14: Kanuni Takipteki Tüketici Kredileri Ve Konut Kredileri, (Kullandırılan Miktar Milyon TL), 1997-Mart 2018	117
Tablo 15: Üretim Faaliyeti Dışı Gelirler (Net), Milyon TL, 1990-2018	119
Tablo 16: Sanayi Şirketlerinin Faiz Ödemeleri, Yüzde (%), 2009-2017.....	120
Tablo 17: Finansman Giderleri / Faaliyet Karı, 2012-2018	120

ŞEKİLLER

Şekil 1: Üretim ve Finans Şirketlerinin Kar Oranları ABD, 1960-1999	24
Şekil 2: Finansallaşmanın Sebep ve Sonuçları	27
Şekil 3: Post Keynesyenlerin Makroekonomik Düşünce Okullarındaki Konumu	38
Şekil 4: Post Keynesyen Teori Bağlamında Belirsizlik Kavramı ve Gelecek	42
Şekil 5: Finansın Rolü	44
Şekil 6: Finansallaşmanın Kanalları	52
Şekil 7: Yönetim Odaklı Bir Firmada Tercihler ve Kısıtlar (MF)	54
Şekil 8: Hissedar Odaklı Bir Firmada Tercihler ve Kısıtlar (SDF)	55
Şekil 9: Firma Düzeyinde Hissedar Değeri Yönelimi ve Yatırım Kararları	60
Şekil 10: Finansal Olmayan İşletmelerde Net İşletme Fazlası Kullanımı, ABD, 1960-2006	62
Şekil 11: Sermaye ve Finansal Varlıkların Yıllık Satış Ortalaması, 1950-2014	64
Şekil 12: Finansal Olmayan İşletmelerde Brüt Borç Sermaye Stoğu, ABD, 1960-2006	65
Şekil 13: Emek Gelir Payı (Faktör Maliyetindeki Gsyh Maliyetleri), ABD, 1960-2007	69
Şekil 14: Ekonomik Politika ve Neoliberal Kutu	70
Şekil 15: ABD'deki En Yüksek Yüzde 0.01'lik Kesimin Gelir Payı ve Kompozisyonu, 1916-2000	71
Şekil 16: Bütçeden Faiz Giderlerinin Payı ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği, Yüzde(%), 2003-2018	88
Şekil 17: Türk Finans Sektörü Aktif Toplamı ve Banka Sektörünün Payı	89
Şekil 18: Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı (%)	90
Şekil 19: Bankacılık Sektörü Toplam Aktif Büyüklüğü / GSYH	91
Şekil 20: Finansal Aracılık İşlemleri (Financial Intermediation Services) ve GSYH, 1998-2012	93
Şekil 21: Toplam Sanayi Sektörü Performans Göstergeleri, Endeksler (2015=100), 2009-2019 I. Çeyrek	105
Şekil 22: Özel Tasarruf ve Tüketimlerinin GSYH'ya Oranı, Yüzde (%), 1999-2018.....	107
Şekil 23: Türkiye'de Kredi Türlerinin Gelişimi, 2002-2019 Mart, Yüzde (%)	109

Şekil 24: Tüketici Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki Payı, Yüzde (%), 2002-2019.....	110
Şekil 25: Tüketici Kredileri ve Bireysel Kredi Kartlarının (Bireysel Kredilerin) Bileşimi, Milyar TL, 2008-2018	111
Şekil 26: Hanehalkı Finansal Varlık / Yükümlülüklerinin Gelişimi ve Hanehalkı Borcu, Yüzde (%), Milyar TL, 2010-2018	114
Şekil 27: Borç / Özkaynak İlişkisi, Yüzde (%), 2008-2018	122
Şekil 28: Seçilmiş Bazı OECD Ülkelerinde GSYH İçindeki İşgücü Payı, 2006-2018.....	125
Şekil 29: Hanehalkı Kullanılabilir Gelire Göre P80/P20 Oranı, 2006-2017	125

GİRİŞ

1929 Dünya Krizi'ne çözüm getirmesi amacıyla uygulanan Keynesyen düzenleyici politikalar, 1970'li yılların petrol kriziyle yerini neoliberal politikalara bırakmıştır. Finansal deregülasyon ve liberalizasyon politikalarının karlılık krizine çare getireceği inancıyla ulus ve uluslararası arenada ticari ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden yana politikalar oluşturulmuştur. ABD'de Reagan, İngiltere'de Thatcher'in neoliberal söylemleri, IMF ve Dünya Bankasının uyum programları desteğiyle finansallaşmanın gelişen ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelere de yayılması amaçlanmıştır. Kapitalizmin gelişim süreci içinde finansallaşmanın zeminini oluşturan neoliberal politikalar, küreselleşme ve deregülasyon ile hız kazanmış; ticari ve sermaye hareketleri serbestleşmiştir. Birçok yazara göre kapitalizmin gelişim evresinin son aşaması olarak tasvir edilen finansallaşma, öz olarak ekonomide finansal piyasaların ve finansın rolünün arttığı anlamına gelmektedir.

Finansallaşma olgusu iktisat yazınında Neoklasik, Marksist, Keynesyen gibi farklı düşünce okulları tarafından finansın farklı yönlerine odaklanmıştır. Bu okullardan Neoklasik iktisat finansın ekonomide büyüme, yatırım ve tasarruf gibi makro değişkenler üzerinde pozitif etkileri olacağı yönündeki savını McKinnon-Shaw teorisiyle desteklemiştir. Keynesyen politikalarından sonra 1970'li yıllar itibariyle gelişen neoliberal söylemler, krizden çıkış için serbest piyasa ekonomisi yaratmıştır. Ancak 2008 küresel finans kriziyle birlikte finansallaşma üzerine tartışmalar ve çalışmaların önemi daha da artmıştır.

Bu çalışmalardan Keynesyen ekole dayanan Post Keynesyen iktisat finansallaşma literatürüne kapsamlı bir analiz sunması sebebiyle önemlidir. Post Keynesyen iktisatçıların makroekonomik perspektiften finansallaşmanın analizini yaptığı çalışmalar, Michal Kalecki'nin "bölüşüm ve toplam talep" analizine dayanmaktadır. Neoklasik iktisat öğretisinin üzerinde pek durmadığı *bölüşüm ve toplam talep* konularına Post Keynesyen iktisatçılar teorik ve ampirik düzeyde uzun süredir çalışmaktadır. Bir diğer model olarak değerlendirilen ve Kaleckiye analize dayanan Thomas Palley'in "gelişim evreleri yöntemi" finansın süreç içerisindeki gelişimini analize dahil ederek; Minsky'nin finansal istikrarsızlık (*financial instability*) hipoteziyle benzer sonuçlar elde etmiştir. Son olarak Engelbert Stockhammer'in

finansallaşmayı mikroekonomik açıdan ele aldığı “firma teorisi” ise firmanın *büyüme* veya *kar* değişkenlerindeki tercih ve kısıtlarının belirlenmesinde hissedar değerinin (*shareholder value*) firma yönetim anlayışındaki ağırlığının finansallaşma ile arttığını modellemektedir.

Post Keynesyen iktisatçı Eckhard Hein’a göre finansallaşma etki kanalları bağlamında *firma yatırım davranışları*, *hanehalkı davranışları* ve *gelir dağılımı* olarak sınıflandırılmıştır. Hein’in sınıflandırması, Post Keynesyen makroekonomik modelleri daha anlaşılır kılması nedeniyle kapsamlı bir analiz sunmaktadır. Finansallaşmanın etki kanallarının sınıflandırıldığı firma yatırım davranışları özellikle gelişmiş ülkelerde finansal deregülasyon ve liberalizasyon uygulamaları sonrasında finansal olmayan firmaların karlılık anlayışını değiştirmiştir. Firmalar reel yatırımlardan kısa vadeli ve yüksek karlılık getiren finansal yatırımlara yönelmiştir. Firmaların değişen yönetim anlayışı hissedarlara yönelik çözümler olup, artan faiz ve temettü ödemeleri gibi finansman giderlerinin artması; firmaların uzun vadeli reel yatırım kaynaklarını azaltmıştır. Uzun vadeli reel üretim ve yatırımların azalması beraberinde ücretlerin baskılanması, işsizliğin artması ve ekonomik büyümenin daralmasına yol açmaktadır. İkinci olarak finansın artan önemi ve etkilerinin hanehalkı üzerindeki tesiri gerek gelişmiş gerek gelişen ülkelerde benzer özellikler göstermektedir. Bu özelliklerin gelişimini, Hein üç mekanizmaya dayandırarak açıklamıştır: hanehalkı serveti, borçluluğu ve tüketimi. Bu mekanizmanın finansallaşmanın hanehalkı üzerindeki etkilerini anlaşılır kılması açısından önemlidir. Genel olarak değerlendirildiğinde birçok ülkede 1980’li yıllardan sonra uluslararası piyasalarda artan rekabete uyum sağlamak ve firmaların rekabet edilebilirliğini arttırmak için ücretler üzerinde baskı artmıştır. Bu nedenle hanehalkı azalan alım gücü artan kredilerle finanse edilmiş ve hanehalkının kredi temelli serveti ve tüketimi artmıştır. Fakat gerek yanlış ekonomik politikalar gerekse finansın doğru yönetilmemesi hanehalkı ve özel sektörün finansallaşırken borçlanma oranlarını yükseltmiştir. Son olarak finansallaşmanın gelir dağılımı üzerindeki etkisine değinecek olursak, neoliberal politika çerçevesinde emek piyasası esnekliğine dayandığını belirtmek gerekir. Finansallaşma sürecinde çalışan reel ücretlilerin artan verimlilikleriyle doğru orantılı olarak ücretler artmamış aksine hissedar değeri anlayışının yüksek karlılık arzusu ve azalan reel üretim işçi ücretlerinin

baskılanmasına sebep olmuştur. Böylece gelir dağılımı adaletsizliği problemi derinleşmiştir.

Buradan hareketle çalışmada, Türkiye’de finansallaşma süreci ve etkileri Post Keynesyen anlayışla tutarlı bir şekilde değerlendirilmiştir. Türkiye’de finansal derinliğin ve çeşitliliğin gelişmiş ülkelere nazaran zayıf olmasından ve finansallaşmanın bankacılık faaliyetleri üzerinde gelişmesinden yola çıkılmıştır. Bu bağlamda bu çalışma, Türkiye’de finansın sermaye piyasalarından ziyade bankacılık faaliyetleri üzerinden gelişip derinleştiği yönünde ışık tutmuştur.

Bu çerçeve doğrultusunda çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde; kapitalizmin tarihsel süreci içinde finansallaşmanın, kapitalizmin bir aşaması olduğundan yola çıkılmış ve finansallaşma olgusunun kökenine ışık tutulmuştur. Finansallaşma süreci, gelişim dinamikleri çerçevesinde neoliberal politikalarla başlayıp küreselleşme ile yayılan sürecinin son aşaması olarak ifade edilmiştir. Bu bölümde finansallaşma kapitalizmin gelişim süreci içerisinde teorik ve kuramsal açıdan ele alınmıştır. Finansallaşmaya farklı kuramsal açılardan yaklaşılması ikinci bölümdeki Post Keynesyen teorinin finansallaşma vurgusu için önem taşımaktadır.

İkinci bölümde finansallaşma literatürünün Post Keynesyen açıdan yaklaşımı esas alınmıştır. Post Keynesyen yazının finansallaşmaya makroekonomik açıdan bakış açısının daha iyi kavranabilmesi amacıyla öncelikle Post Keynesyen iktisadın kökeni, ana önermeleri ve finansa yönelik yaklaşımları Neoklasik iktisat arasındaki paradigmatik farklılıklar çerçevesinde ortaya konulmuştur. Neoklasik iktisat teorilerinde finansa ayrıntılı yer verilmemiş olup genellikle ekonominin büyümesinde ve kaynakların dağılımında etkinliği savunduğu vurgulanırken; Post Keynesyen iktisadın finansın büyüme, yatırım ve gelir dağılımı üzerinde kapsamlı analizler yaptığını söyleyebiliriz. Her ne kadar yapılan çalışmalar finansallaşmanın gelir dağılımı, yatırım ve büyüme üzerindeki olumsuz etkilerine odaklanmış olsa da Keynesyen ekolde finansal kurumların ve kredilerin yatırımlar üzerindeki etkisi önemlidir.

İkinci bölümde ayrıca finansallaşmanın Post Keynesyen makroekonomik analiz çerçevesinden ele alınması finansallaşmanın etki kanallarını anlaşılır kılmaktadır. Bu bölümde Hein'in finansallaşmanın etki kanallarını sınıflandırdığı çalışması makroekonomik teorilerle uyumlu analizler içermektedir

Bu aşamada Sawyer (2014) çalışmasında Neoklasik iktisatçıların söylemlerine paralel olarak finansın artan etkilerinin ekonomik büyüme yarattığına dair bulgularla desteklemiştir. Ancak son otuz yılda ekonomik büyüme oranlarının azalması ve tasarruf-yatırım oranlarının dengesizleşmesiyle birlikte ekonominin istikrarsız bir seyir izlediğini vurgulamıştır. Bu nedenle 2008 küresel finansal krizin ardından önemi daha iyi anlaşılan Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi (*financial instability*) ekonominin makroekonomik istikrarsızlığı konusundaki gelişmelere *süreç* açısından yaklaşması bakımından önemli bir teori sunmaktadır.

Üçüncü bölümde ise Türkiye ekonomisinin finansallaşması ikinci bölümdeki sınıflandırmaya paralel olarak analiz edilmiştir. İlk olarak Türkiye'de finansallaşma süreci 1980 sonrası yaşanan ekonomik dönüşümden itibaren ortaya konmuştur. Devamında ise Türkiye'de sermaye piyasalarına nazaran gelişen bankacılık sektörü finansal genişleme süreci içinde incelenerek bankacılık sektörünün Türkiye'deki ağırlığından bahsedilmiştir. Ayrıca Türkiye ekonomisinin 1991-2001 dönemi arasında yaşanan finansal krizleri ikinci bölümde de ifade edilen Post Keynesyen makroekonomik istikrarsızlık bağlamında incelenmiş ve Türkiye de yaşanan krizlerin Minsky'nin hipoteziyle uyumluluğu ortaya konmuştur.

Üçüncü bölümde son olarak finansallaşmanın etki kanalları Hein'in sınıflandırmasına bağlı kalarak Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri analiz edilmiş ve Türkiye'de finansallaşmanın özellikle hanehalkı etkileri üzerine kapsamlı yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSALLAŞMA SÜRECİNE TEORİK VE KURAMSAL YAKLAŞIM

1. KAPİTALİZMİN TARİHSEL SÜRECİNDE FİNANSALLAŞMA OLGUSU

1.1. Kapitalist Sistemin Evrimi

Dünya genelinde kapitalizm son kırk yılda ekonomik, siyasal ve sosyal anlamda ciddi değişimler yaşamıştır. Global ekonomide yaşanan finansal transformasyon ve finansal genişleme gittikçe önem kazanmıştır. Yaşanan finansal genişlemenin ve dönüşümün kapitalizmin içinden geçtiği tarihsel sürecinin analizi ile mümkün olabilmektedir. Bu durumun nedeni finansallaşmanın birçok yazara göre kapitalizmin evrilmesi sürecinin bir aşaması olarak kabul edilmesidir. Bu anlamda finansallaşma literatüründen bahsetmeden önce kapitalizmin tarihsel sürecinden kısaca bahsederek sürecin kökenine ışık tutmak amaç edinilmektedir. Bu nedenle çalışmada ilk olarak kapitalizm kavramı tanımlanacak ve ardından kapitalizmin gelişim süreçlerinin finansallaşmanın bir aşaması olduğu düşüncesinden yola çıkılarak kapitalist sürecin tarihsel gidişatından bahsedilecektir.

1.1.1. Kapitalizm Kavramı

Yaklaşık 600 yüzyıl öncesinden başlayıp günümüze uzanan kavramın ortaya çıkışında farklı görüşler ileri sürülmekle birlikte kapitalizm, bir dünya sistemi olarak küresel etkisini ortaya koyduğu XVIII. yüzyılda başlar. Bu dönemden itibaren yaşanan aksaklıklara rağmen hayati varlığını devam ettirmeyi başarmıştır. Sistemin en önemli olumsuz özelliği de sürekli krizlere maruz kalmasıdır. Kapitalizm kavramı birçok düşünür tarafından bilimsel açıdan açıklanmaya çalışılmıştır (Tellalbaş, 2011: 26).

Kapitalizm sözcüğünü, onu anlamını destekleyen iki sözcükle, tarihsel anlamına ışık tutmak amacıyla bir çerçeve içine alabilmemiz mümkündür: kapital ve kapitalist sözcükleri. Kapital (sermaye) sürekli ortada ve etkili olan tanınması kolay somut araçlar külesidir. Kapitalist, kapitalin kullanımını yönlendiren ya da yönlendirmeye çalışan kişidir. Kapitalizm ise kaba bir şekilde bütün toplumların mahkum olduğu,

genellikle fedakârca amaçlara yönelik olmayan, kâr odaklı bu sürekli katılım oyununda var olma biçimidir (Braudel, 2017: 48-19).

‘Kapitalizm’ terimi üzerinde düşünülme hak etmektedir. Henüz 18. Yüzyılda bile kapitalist kelimesi, yatırım yapmak amacıyla elinde sermayeyi bulunduran, üretim faktörlerinin sahibi olan kişi anlamına gelmekteydi. Adam Smith (1723-1790) ya da Turgot (1727-1781) bu terimi sıklıkla kullanmış olup Turgot, henüz 1766’da işletmelerin başındakileri “tarımsal müteşebbis kapitalistler” ya da “sanayi müteşebbisi kapitalistler” olarak belirtmekteydi. Dolayısıyla kapitalizm, hâkim fikri kapitalist olan ekonomik bir sistemi temsil etmekteydi (Jessua, 2015: 8).

Marksist düşünceye göre kapitalizm;

“çeşitli biçimleriyle sermayenin, temel üretim aracını oluşturduğu üretim biçimini gösteren terimdir... Sermaye, emek gücüyle üretim maddeleri almaya yönelik para veya kredi; fiziksel anlamda makine (dar anlamda sermaye) ya da tamamlanmış veya işlenme sürecindeki mal stokları biçimlerini alabilir. Sermayenin aldığı biçim ne olursa olsun bir üretim biçimi olarak kapitalizmin temel özelliği, sermayenin özel mülkiyetinin bir sınıfın-nüfusun büyük kitlesi dışındaki kapitalistler sınıfının elinde olmasıdır” (Bottomore, 2001: 336).

Hunt’a göre kapitalizm, kurumsal ve davranışsal düzenlemeyle dört grupta açıklanabilir: Pazara yönlendirilmiş meta üretimi, üretim araçlarının özel mülkiyeti, pazarda tek şeyin çalışma kapasitesini koyabilen -emek gücünü koyabildiği- nüfusun büyük bir bölümü ve insanların büyük bir kısmının bireyci, açgözlü ve azamileştirici davranışı ile güdülenmesidir (Hunt, 2009: 29).

Joyce Appleby ise kapitalizmle ilgili hakim görüşleri reddedip kapitalizmin tarihsel gelişimin doğal bir sonucu olmadığını, doğuşunun ve gelişiminin engellenemez savlardan olmadığını anlatmaktadır ayrıca kapitalizmi “pazarlanabilir mal üretimindeki bireysel yatırımlara dayalı bir sistem” olarak tanımlamaktadır (Appleby, 2012: 1).

1.2. Kapitalizmin Gelişim Süreci

Zamanla çapı ve boyutları değişen kapitalizm, bütün dünya boyutlarında var olup genişleyen bir sistemdir. Bu sistemin en önemli kaygısı bu evrenselliği tüm dünyaya yaymasıdır (Braudel, 2017: 102). Sistemin kök salıp varlığını devam ettiren itici gücü ise, ancak ve ancak, güçlendirip güç aldığı iç içe geçmiş şu üç kurguyla

mümkün olmuştur: Sömürgecilik (önce emperyalizm¹, ardından küreselleşme), sanayileşme ve milliyetçilik. Tüm bu unsurların yerine getirilmesi kapitalizme hayat vermektedir. (Dowd, 2008, s. 19)

Kapitalizm, yüzyıllar içinde bünyesindeki işleyiş biçimindeki değişimlere göre dönemlere ayrılmaktadır. Werner Sombart (1902) kapitalizmi üç döneme² ayırarak inceler. Ancak bu çalışmada kapitalizm, ticari kapitalizmi (merkantalizm) ve sanayi kapitalizmi dönemi olarak tarihsel bir süreçte incelenip; daha sonra kapitalist evrimin son aşaması olarak kabul edilen finansallaşma sürecinden bahsedilecektir.

1.2.1. Ticari Kapitalizm (Merkantilizm) Dönemi

Ticari kapitalizm iktisat politikalarının başlangıcı olması sebebiyle kapitalizmin ilk doktrini olarak kabul edilebilir. Geleneksel olarak XV-XVIII. yüzyıl Avrupası'nda gelişmiş inançların, kültürlerin, kurumların ve uygulamaların tümünü içeren bu döneme ticari kapitalizm dönemi denilmektedir. Bu dönemdeki buluşların, reformların ve yapısal değişimlerin oluşmasındaki etkenlerden biri Ortaçağ düşüncesinin reddedilip daha rasyonel (akılcı) ilkelerin ortaya çıkmasıdır (Ölmezoğulları, 2008: 40). XV. yüzyılın sonlarından itibaren Avrupa'da başlayıp zamanla dünyaya yayılan dönemin değişimlerinin sebepleri; merkezi devletlerin doğuşu, yeni icatlar, dinde reform hareketleri ve ekonomik yapıda değişim olarak dört grupta açıklanabilir:

¹“Emperyalizm; tekellerin ve mali sermaye egemenliğinin belirginleştiği, sermaye ihracının olağanüstü bir önem kazandığı, dünyanın uluslararası tröstlerce paylaşılmasının başladığı ve yeryüzü topraklarının en büyük kapitalist ülkeler arasında paylaşılmasının tamamlandığı bir gelişim aşamasındaki kapitalizmdir” (Lenin V.I., 2014).

² Werner Sombart'a göre (1902) kapitalizmin ilk dönemi “Erken Kapitalizm (Frühkapitalismus)” olarak adlandırılır. XVIII. yüzyılın ikinci yarısına kadar süren, ticari kapitalizm olarak da adlandırılabilen bu dönemde, coğrafi keşiflerden sonra Atlantik kıyılarında, mutlakiyete dayalı hükümdarlıkların deniz filolarından faydalanarak ham madde ve doğal kaynak edinmek amacıyla deniz aşırı sömürü elde etmesi bazı ülkelerde büyük servetlerin birikmesine sebep olmuştur (İspanya, Portekiz ve İngiltere). İkinci dönem “Yüksek Kapitalizm (Hochkapitalismus)” dönemidir. Bu dönem sanayi devrimi ile başlayıp XIX. yüzyılda kapitalizmin daha da güç kazandığı dönem olmuştur. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem ise kapitalizmin üçüncü dönemi yani “Geç Kapitalizm (Spätkapitalismus)” dönemi olarak adlandırılmıştır.

i. Merkezi Devletlerin Doğuşu

“Kapitalizm, feodal sistemin³ rahminde yeşerdikten sonra, feodal toplumun yıkıntılarından doğar.” Kapitalizm gelişirken feodal sistemin toprağından çıkıp yeşererek aslında kapitalist sisteme ortam hazırlamıştır (Buzuev, 1987: 14-15). Feodal sistemin devamı niteliğinde olan kapitalizme zemin hazırlayan unsurlardan biri de feodal beyliklerin yıkılarak ulus devletlerin kurulması olmuştur⁴. Ulus devletlerin kurulması ile ticaret anlayışı uluslararası bir düzeye taşınmış; yönetim gücünün merkezi otoritede toplanması ise ekonominin güçlenmesine ve yönlendirilmesine ortam hazırlamıştır (Ölmezoğulları, 2008: 41).

ii. Yeni İcatlar

XV. yüzyılda pusulanın bulunmasıyla haritacılığın gelişmesi ve coğrafi keşiflerin etkisi deniz ulaşımında önemli gelişmelerin yaşanmasına sebep olmuştur. Önce Portekiz, İspanya ve daha sonra Fransa ve diğer Avrupa ülkeleri yeni topraklar elde etmişler ve bu sayede sermayenin birikmesinde altın ve gümüş gibi çok değerli madenlere sahip olmuşlardır. Coğrafi keşiflerin etkisiyle birlikte eski ticaret merkezi olan Akdeniz’in cazibesi azalmış, Atlas Okyanusunun cazibesi artmıştır (Ölmezoğulları, 2008: 43). Yeni icatlar yeni toprakların keşfinde bazı ülkelere kaynak yaratırken, artan sermaye birikimi de ticaretin artarak uluslararası bir düzeye taşınmasına olanak tanımıştır.

iii. Dinde Reform Hareketleri

Dinde reform hareketleriyle Hristiyanlık dini yeniden yorumlanmış ve daha katı kuralları olan Katolik mezhebinin yanı sıra Protestanlık mezhebi doğmuştur.

³ Feodal sistemden, Kuzey, Batı, Orta ve Güney Avrupa’daki toplumların V. yüzyıldan XV. yüzyıla kadar olan süreçteki topraksız köylülerin ürettiklerinin bir kısmına, kullanmadıkları fazlalığa, ekonomi dışı tedbirlerle arazi ve topraklara sahip olanlar tarafından el konulduğu sistem kastedilmektedir (Fülbert, 2011: 86).

⁴“Kapitalizm ancak devletle özdeşleştiğinde, devlet olduğunda başarıya ulaşır” (Ayrıntılı bilgi için bkz. Braudel, 2017: 62).

Protestanlık mezhebine göre bireycilik (*individualism*) önem kazanmış, bu durum gelişmekte olan ticaret ve serbest mübadele sistemine destek vermiştir (Ölmezoğulları, 2008: 42).

Artan ticaret dalgası mallarla ödemelerin aynı anda yapılmasını ortadan kaldırmış ve para (altın) ticareti artarak borç olarak verilen para (altın), faiziyle birlikte geri alınır hale gelmişti. Hristiyanlar tarafından önceden haram olan faiz, dinde reform sayesinde bu yasaktan kurtulmuştu. Faiz gelişen ticaret sirkülasyonu ile birlikte kar edinmenin yollarından biri haline gelmiş ve dinde reform hareketi, İtalya'da ilk bankaların⁵ kurulmasına sebep olmuştur (Fülbert, 2011: 111).

iv. Ekonomik Yapıda Değişim

Dönemin para birimi altın ve gümüş gibi değerli madenlerden oluşturmaktadır ve bankacılık sistemi henüz yeni gelişmeye başlamıştır. Bankacılık ve finans alanında ilkler⁶ ve yenilikler daha önce denenmiş olsa da finansal başarıyı kalıtımsal statü ve güce dönüştüren ilk bankacılar İtalya'da Mediciler⁷ olmuştur (Ferguson, 2011: 39).

Değerli madenleri tek gerçek zenginlik gören ihracat odaklı yaklaşımda, dış ticaret fazlası vermek temel amaçtı. Korumacı dış ticaret politikaları izlenerek ihracatçı tüccarların dış ticaret fazlası vermeleri teşvik edilmekteydi. 1520-1620 yılları arasında Avrupa'daki değerli maden miktarı beş kat, fiyatlar ise altı kat artmıştır (Ölmezoğulları, 2008: 43-45). Ayrıca kıymetli madenleri elde etmek için madencilik sektöründeki gelişme hız kazanmıştır. Bu durum ticaretin, özellikle de dış ticaret mallarının değiş tokuş yöntemiyle değil parayla yapılmasından kaynaklanmaktaydı (Fülberth, 2011: 111).

⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. (Ferguson, 2011: 39-49).

⁶ Finans alanında gelişmeler daha önceki yüzyıllarda kendini göstermiştir. Borsanın gerçekliği kelime olarak olmasa da, M.S. II. yüzyıla Doğu'nun ve Akdeniz'in tüm büyük merkezlerinin tüccar toplantıları ile çok erken tanıdıkları bir kavramdır. Fiilen ve kelime olarak Borsa XIV.yüzyıldan itibaren olmak üzere Akdeniz'de, Piza'da, Venedik'te, Floransa'da, Cenova'da, Valencia'da, Barselona'da kendini göstermiştir (Braudel, 2004: 81).

⁷ Mediciler, ortaçağın sonlarından yakın çağın başlarına kadar, İtalya'nın Floransa ve Toscana kentlerinin tarihinde önemli rol oynamış bir ailedir (Ferguson, 2011).

Merkantilizm döneminde sanayiye daha çok önem verilmiş tarım yeterince desteklenmemiştir. Aslında asıl ihmal ihracatçı politikalar uygulanması sebebiyle düşük ücret politikasının uygulanması ve çalışanların geçimlerini sağlayabilmeleri için tarımsal ürün fiyatlarının düşük tutulmasıdır. “Ticari kapitalizmin doktrini olan merkantilist düşünce ve uygulamanın sonunu hazırlayan gelişmeler aynı zamanda sanayi kapitalizminin doktrini olan liberal düşüncenin doğuşu için uygun ortamı da yaratmaktaydı” (Ölmezoğulları, 2008: 48). Kısacası ticari kapitalizm, sistemini daha da güçlendirerek sanayi kapitalizmine geçişte bir üst aşama olmuştur. Bu geçiş gibi kapitalizme doğru evrilme süreci de birkaç yüzyıla yayılmış ve her coğrafi bölgede gerek uygulanan politikalardan gerekse mevcut yapısal unsurlarından dolayı farklı zamanlarda ortaya çıkmış ve farklı gelişmeler göstermiştir.

1.2.2. Sanayi Kapitalizmi Dönemi

Ticari kapitalizmin ideolojisini yansıtan merkantilist politikalar, sanayi devrimine geçişte önemli bir unsur olmuştur. İlk olarak hükümetler Ortaçağ Avrupa ekonomisinde küçük pazarları ortadan kaldırma işlerini üzerlerine alarak daha sonra savaş sanayisini ve ticareti teşvik etme yoluna gitmişlerdir. Ayrıca doğal bilim alanında çalışan bilim adamlarını kendi kudretlerini arttıracaklarını düşünerek bilim akademileri kurmuşlardır (Rostow, 1973). Kısacası merkantilizm, sanayi kapitalizmini yaratmış fakat merkantilizmin müdahaleci politikaları sanayi kapitalizmi için uygun olmaktan çıkmıştır (Ölmezoğulları, 2008: 48). Bu bölümde, sanayi devrimi ile başladığı genel kabul gören sanayi kapitalizmi dönemi; (1776-1873) ve (1873-1973) olmak üzere iki döneme ayrılarak açıklanacaktır.

1.2.2.1. (1776-1873) Arası Dönem:

Ticaretten sanayiye kayan ve sanayi kapitalizmini başlatan olgu XVII. ve XVIII. yüzyılda ticarete büyük genişleme olmuştur (Rostow, 1973). Ticaretin özellikle de ihracatın çok önemli olduğu bu dönemde üretimin artan ticaret ağına uyum sağlaması, üretim tarzının değişmesini gerekli kılmaktaydı. Bu nedenle XIX. yüzyıl boyunca kapitalist üretim tarzı belli aşamalar halinde değişim göstermiştir.

Kapitalist üretim tarzının XIX. yüzyılda gelişim göstermesi esas itibarıyla makineleşmiş yaygın bir üretim tarzında ve dönemin ‘motor’ sektörleri olan tekstil ve

demir-çelikte tezahür etmişti. 1776'da James Watt'ın icat ettiği buhar makinesinin 1815'te daha da geliştirilip iplik bükme makinesiyle birleştirilmesi ve buharla çalışan dokuma tezgahlarının kullanılmasıyla dünyanın ilk modern fabrikası kurulmuştur. Bu bağlamda pamuklu dokuma sanayisi ile sanayi devriminin egemenliği ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmakla birlikte aynı zamanda Belçika'da, Fransa'da, İsviçre'de, Almanya'da ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) 'nde yaygınlık kazanmıştır (Beaud, 2016; Dowd, 2008).

Kapitalist sanayi, dünya ölçeğinde genellikle yaşanan üç büyük yükselişin (üç sanayi devrinin) sonucuydu: 1780-1880 (birinci aşama), 1880-1950 (ikinci aşama) ve 1950'den günümüze halen devam eden üçüncü aşamadır (Beaud, 2016: 107).

1780-1880 tarihleri arasında yaşanan birinci aşama İngiltere'de ortaya çıkan, motor sanayiler olarak sayılabilecek pamuk, dökme demir, demiryolu rayları, buharlı motorlar gibi gelişmelerin yaşandığı devrimdir (Beaud, 2016: 107); ikinci aşama, maddi altyapısını kömür ve çeliğin oluşturduğu; madencilik, makine ve inşaat endüstrisinin canlandığı döneme tekabül eder (Fülberth, 2011). Üçüncü aşama ise teknolojinin hızla geliştiği bilişim devri olarak anılmaktadır.

Kapitalist sanayinin tüm bu gelişim aşamalarında üretim yöntemlerindeki gelişmeler başta İngiltere'de olmak üzere farklı zamanlarda ve farklı şekillerde oluşmuştur. Sanayi devrimiyle birlikte toplumsal yaşamda yapısal değişikliklere yol açmış; kentleşme, işçi sorunları, yoksulluk, gelir adaletsizliği gibi sosyolojik değişimlere de sebep olmuştur.

1.2.2.2. (1873-1970) Arası Dönem:

Kapitalizmin egemen olmadığı dönemlerde ekonomi, herhangi bir olumsuz etki karşısında (olumsuz hava koşulları, savaş gibi..) çok ciddi sarsıntılara maruz kalmamıştır. Fakat kapitalist ekonominin içkin doğasında var olan krizler, konjonktürel dalgalanmalara sebebiyet vermektedir. Kapitalizm, yaşadığı krizlerden sonra hayatta kalabilmek için bazı yapısal değişimlere uğrayarak hayatını sürdürmektedir. Bu dönemde kapitalist sistem 1873 buhranını yaşamış ve krizin içinden çıkmak için bazı yapısal değişimlere uğramıştır. Böylelikle kapitalizm yaşadığı her ekonomik krizde, finansallaşma yolunda önemli mesafeler kaydetmektedir.

XIX. yüzyıl krizleri, savaş dönemlerinden sonra yeniden inşa sonucu karşılaşılan ikmal yetersizliği, kötü tarımsal ürün hasadı sonucu tarımsal ürün pazarının daralması, büyüyen aşırı üretim kapasiteleri, rekabetin artarak keskinleşmesi, üretilen malların sürüm zorlukları ve fiyatların düşerek karların azalması gibi nedenlerden oluşuyordu (Beaud, 2016: 151). Yaşanan krizler kapitalist ekonomide kendini yenileyerek kapitalist sistemi yeni dönüşümlere açıyordu. 1873 krizi ile başlayıp 1895'e kadar sürecek olan büyük buhranda, kapitalist toplumların ekonomik büyümesini yavaşlatmış ve ekonomiyi durgunluğa sürükleyerek kapitalizmin ikinci çağı denilebilecek olan emperyalizm⁸ çağına giden yolu açmıştı. Dolayısıyla bu süreçteki gelişmeler (Beaud, 2016: 157):

-ikinci kuşak sanayi ve tekniklerin ilerlemesine,

-kapitalizmin ilk aşamasında belirginleşen işçi sınıfının, bu aşamada kendini kabul ettirip önemli ödünlere elde etmesine,

-sermayenin yoğunlaşması, sermayenin merkezileşmesi⁹ ve finans kapitalin ortaya çıkmasına,

-dünyanın yeniden paylaşılması için Büyük Savaş'a kadar uzanan yeni bir sömürgecilik dalgasının dünya ölçeğinde yayılmasına ve ilk kuşak olarak ortaya çıkan sanayilerin soluğunun kesilmesine neden oluyordu.

⁸ Kapitalizmin "emperyalizm" aşamasının klasik analizini Lenin vurgulamaktadır. XIX. yüzyılın sonlarına doğru sömürge topraklarının sınırlarına ulaşmış olan kapitalist/emperyalist dünyanın artık ulaşabileceği başka toprakların olmadığını ve bunun sürdürülemezliğini vurgulamaktadır. Bu durumda sanayileşmiş kapitalist ekonomiler, elde ettikleri sömürgelerin iktisadi artıklarıyla beslenen, daha fazla sömürgeye ihtiyaç duyan ve gittikçe "can çekişerek" mücadele eden emperyalist çatışmanın içinde sürüklenmektedir. XIX. yüzyılın sonlarında kapitalizmin sermaye tikanıklığını yaşaması ve İkinci Dünya Savaşı'nın yaşanmasıyla sömürgelerin bağımsızlıklarını kazanmasına neden olmuştur. Dolayısıyla emperyalist güçlerin eski sömürgelerinden aktarılan artığın aynı koşullarda sürdürülmesi artık imkansızlaşmıştır. Yeni emperyalizm olgusunun başladığı bu dönemde XIX. yüzyıldaki gibi üretici/sanayi sermayesine değil finans sermayesinin hükümlerine dayalı olmuştur (Yeldan, 2010: 22).

⁹ Bu süreci diğerinden ayıran nokta, halihazırda elde bulunan ve işlevini yerine getiren sermayenin dağılımında sadece bir değişikliği öngörmesi nedeniyle faaliyet alanının sosyal servetin mutlak büyüklüğü ya da birikimin mutlak büyüklüğünün sınırlarıyla sınırlı olmasıdır. Başka bir yerde kapitalistlerin kaybettiği sermaye, burada tek bir kapitalistin elinde devasa bir kütle biçiminde toplanır. Bu, birikim ve yoğunlaşmadan farklı olarak gerçek anlamda merkezileşmedir (Marx, 1867/2017: 686)

Krizin tüm bu etkileri yani sanayilerin hızının gerilemesi, işçi sınıfının güçlenip önemli haklar elde etmesi, gelişmiş kapitalist ülkelerde rekabetin artması belki de kapitalist sistemin devamının gelmeyeceği yönünde ibareler bulundursa da kapitalist sistemde oluşan bu kriz, sistemi daha da güçlendirecek sonuçlar barındırmaktaydı.

XIX. yüzyılın sonu ile XX. yüzyılın başındaki süreçte, kapitalist sisteme özgü merkezileşme ve yoğunlaşma eğiliminin bir sonucu olarak kuruluşların ve sanayi işletmelerin ölçeği büyümüş; karteller ve tröstler şeklindeki ulusal tekeller dünya pazarında etkinliklerini arttırmıştır (Başkaya, 2003: 21). Buna bağlı olarak gelişmiş kapitalist ülkelerin ticaret ve sermaye ihracatını daha geniş coğrafyaya yayma amacıyla sömürgeler kurmaya ve bu sömürgeleri yoluyla daha fazla nüfuz etmeye girişmişlerdir. Lenin'e göre kapitalizmin bu son aşamasına *emperyalizm* denmektedir. Fakat Hilferding'e göre bu aşama *Finans Kapital* olarak atfedilmiştir. İkisinde de ortak olgu; sanayi sermayesi ile banka sermayesinin iç içe girmesi, mali sermayede artış, kartellerin ve tröstlerin oluşturduğu bir dönem olarak nitelendirilmesidir.

Hilferding'e göre de *modern* kapitalizmin karakteristikleri merkezileşme ve yoğunlaşma olgusu tarafından çizilmektedir ki bu olgu, bir yandan karteller ve tröstler oluşturarak “*serbest rekabetin rafa kaldırılmasında göstermektedir kendini, bir yandan da banka sermayesi ile sanayi sermayesi arasında giderek pekişen içli dışlı ilişkilerde.*” Sermayenin en olgunlaşmış döneminin olduğu *Finans Kapital* biçimine bürünmesinde bu içli dışlı ilişkilerin ve bağlantıların olması sebebiyledir (Hilferding, 1910/1995: 47). Bankalar ile sanayi sermayesinin iç içe geçtiği bu dönemde, önceleri sadece kredi veren ve hisse senetleri arzında aracı kuruluş olan bankaların da katılımıyla finans kapital ortaya çıkmıştır (Akman, 2010: 119).

Kapitalist sistemin yüzyıllar içinde evrilmesi ışığında devam eden genişleme süreçleri, “tüm dikkatini, dengesini korumaya veren cambazın ipteki ilerleyişine benzetilebilir.” Bu ilerleyişe *konjonktür* adı verilmektedir ki bu da ardışık genişleme ve resesyon (veya daralma) sürecini izah eder. Kapitalist dünya sistemi, XX. yüzyılın ilk yarısında iki büyük savaş ve tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşamıştır. İlk savaşın sebebi, modern dünyaya dinamizmini veren -ekonomik, siyasi, küresel- artan rekabetin ve gerginliklerin sonucuydu. İkinci savaş ise oluşan kaosu çözmek için “topyekün bir yıkımın” çare olarak bulmanın beceriksizliği idi. 1945'e gelindiğinde tek

güç olan ABD, kapitalizmin yeniden hayata dönmesi için iki dünya ekonomisi yaratmıştır. Birincisi, 1950 ve 1970'ler arasındaki dönem yani II. Dünya Savaşı ve Soğuk Savaşın etkisinde olan dünya; ikincisi ise ciddi olarak daha yoğun ve önem kazanmış *finansallaşmış* bir dünya ekonomisidir (Dowd, 2008: 28). XX. yüzyılın ilk yarısında modern dünya kapitalizminin geçirmiş olduğu önemli olaylara kısaca değindikten sonra izleyen bölümde, finansallaşma sürecinin nasıl bir yol izleyeceği üzerinde durulacaktır.

2. FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

Birinci Dünya Savaşı'na girilirken ülkelerin çoğu, altın standardı denen para sistemini kullanıyordu. Kağıt para altın karşılığı olarak basılıyor ve döviz kuru altın kurundan oluşuyordu. Savaşın etkileriyle artan finansman ihtiyacını karşılamak isteyen Avrupa ülkeleri altın standardını terk ederek karşılıksız para basmaya başladı. Bu durum enflasyonun hızlanmasına, yatırımcıların para ve altınlarını, hala altın karşılığı para basmayı sürdüren ABD'nin bankalarına göndermelerine yol açtı. Altın servetinin % 40'ının ABD'de birikmesiyle finans merkezi ünvanı Londra'dan New York'a geçti (Eğilmez, 2010: 57).

Kapitalizmin hızla geliştiği XIX. yüzyıl sonu ve XX. yüzyıl başında ABD'de finansal kurum ve piyasaların düzenlenmesi özel sektöre bırakılmıştı. Sistemi düzenleyecek mekanizma olmadığından finansal sistemin üst mercilerinin kendi kişisel çıkarları ile düzenledikleri finansal bir yapı ortaya çıktı (Dumenil ve Levy, 2003: 8). Finansal yapıyı düzenleyecek bir kurum olarak 1913'te kurulan Federal Rezerve (FED)'nin aldığı önlemlerin yetersiz oluşu nedeniyle spekülasyonlar önlenememiş ve kapitalizmin büyük krizi 1929'da borsanın çökmesiyle kendini göstermiştir.

Takip eden 1930'lu yıllarda, başta ABD ekonomisi olmak üzere bütün dünyada ekonomisinde etkisini gösteren Büyük Buhran'a tanıklık etti. ABD ekonomisi hızla küçülürken, milyonlarca insan işini kaybetti. Uluslararası ticaret hızla daraldı. 1940'lı yıllardan itibaren, uygulamaya sokulan Keynesyen politikalar iktisadi büyümenin yeniden sağlanabilmesini amaçlıyordu ve bu politikaların önemli ayağını finansal düzenlemeler oluşturuyordu. Büyük Buhran'da yaşanan finansal krizde, finansal sektörün büyük rolü olduğu inancından dolayı bu sektöre güvenin kaybolması, düzenlemelerin finansal ağırlıklı olmasına katkıda bulundu. Bu düzenlemelerin iki

amacı vardı: Finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve Keynesyen politikaların ekonomik büyüme ve sermaye birikimi hedeflerini desteklemek. Finansal düzenlemeler, finansal piyasaların üretim ve yatırım sürecini desteklemesi ve finansal kurumların üretken işletmelere uygun koşullarda kredi sunması üzerine kurulmuştu (Orhangazi, 2008c: 144). Keynesyen politikalarındaki amaç finansal piyasaların düzenlenmesine yönelik koruyucu ve riskleri önleyici politikalar olarak düzenlenmiş ve kurulan Bretton Woods Sistemi de Keynesyen politikaları desteklemiştir.

Bretton Woods Sistemi¹⁰, Altın Çağ'ın hegemonik gücü olan ABD'de, 1944 yılında uluslararası para sistemi olarak kurulmuştur. Bu sistemin temel amacı Keynesgil politikalarla desteklenen toplam talebe dayalı büyüme sürecinde finansal istikrarın sağlanmasıydı. Fakat Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte kesintiye uğrayan ve Bretton Woods Sistemi boyunca kontrolü sağlanan sermaye hareketleri 1973 yılından itibaren yeniden canlanmaya başlamıştı (Özdemir, 2013: 27).

1970'lere kadar parasını altın karşılığı basan tek ülke olan ABD, 1971'de doları altın değişim standardından çıkararak dalgalanmaya bıraktı. Dünya para sisteminin karşılıksız kalmasıyla, gelişmiş ülkeler rezerv arttırma amacıyla para bastılar. Hem doların hem de gelişmiş ülke para birimlerinin değerinin azalması sonucunda da petrol üreticisi ülkeler birliği, OPEC, reel anlamda kayıplarını önlemek amacıyla petrol fiyatlarını altına bağladığını ilan etti (Eğilmez, 2010: 62).

Doların ve diğer ülke para birimlerinin hızla değer kaybına uğraması ve petrol fiyatlarının hızla yükselmesi *stagflasyon* sorununu ortaya çıkarmıştır. Dünya iktisadında Keynesyen dönemden tarihe geçen Altın Çağ dönemi, 1970'lerin ikinci yarısından sonra yerini ekonomik durgunluğa bırakmış; büyüme ve karlılık oranlarındaki düşüşlerin yaşanmaya başladığı bu dönemde dünya yeniden bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu krizin en temel sebeplerinden kabul edilen Bretton Woods Sisteminin 1973 yılı sonunda

¹⁰ 1944 yılında kurulan Bretton Woods Sistemi, fiyatların (paranın mübadele değeri) görece istikrarına neden oldu. Sistem, ABD'li yetkililerin, yabancı hükümetlerin ya da para otoritelerinin talebi halinde 35\$ karşılığında bir ons altın vermeyi taahhüt etmeleri temelinde ABD dolarının diğer para birimleriyle döviz kurunu sabitliyordu. Bunun sonucunda kapitalist dünya, ABD dolarını istikrarlı uluslararası ödeme aracı olarak tutmaya meyletmişti (Itoh and Lapavistas, 2012: 186).

kalkmasıyla dalgalı kura geçiş yapan finansal piyasalar da finansallaşma sürecine zemin hazırlamıştır.

Walden Bello'ya göre süreç, 1970'li yılların ortalarından itibaren azalan kar hadleri ve yüksek enflasyonun baş gösterdiği stagflasyon olgusu karşısında kapitalizmin kaçış yollarından biri olan *finansallaşma*, diğer ikisi de *neoliberal yeniden yapılanma* ve *küreselleşme* olarak üç kaçış yoluna sarılmıştır (Bello, 2008: 2).

Foster'a göre de, kapitalizmin son 30-40 yıldaki değişim süreci: küreselleşme, yeni liberalizm ve finansallaşma kavramlarıyla açıklanmaktadır (Foster, 2008: 1).

Bu çalışmada finansallaşmaya yol açan sürecin bu kurgu çizgisinden hareketle sürecin gelişiminin temel dinamiklerini oluşturan '*neoliberal yeniden yapılanma (liberalizmin yükselişi)*' ve *küreselleşme* olguları finansallaşma bağlamında değerlendirilecek ve daha sonra finansallaşma ile ilgili bazı temel tanımlardan bahsedilecektir.

2.1. Finansallaşma Sürecinin Gelişiminin Temel Dinamikleri

1970'li yılların başında Bretton Woods Sisteminin çökmesiyle birlikte egemen olan Keynesyen müdahaleci politikalar yerini, neoliberal anlayışın hakim olduğu bir döneme bırakmıştır. Keynesyen politikaların ekonomide var olan krize çözüm getiremediği vurgusuyla, devlet ve piyasa arasındaki ilişkilerde köklü değişiklikler yapılmış, piyasaların üstünlüğünün politika uygulayıcıları tarafından vazgeçilmez olduğu iddia edilmiştir. Bazı ekonomik kurumlar da bu politikalara paralel olarak birtakım dönüşümlere uğramışlardır. Örneğin IMF, önceki amacı ülkelere genişlemeci politikaları izlemeleri için uluslararası baskı uygulamak iken bugün IMF ekonomide küçülmeye yol açacak politikaları benimseyen ülkelere fon sağlamaktadır. Bu kurumlardaki en çarpıcı değişim, 1980'lerde Ronald Reagan ve Margaret Thatcher, ABD ve İngiltere'de serbest piyasa ideolojisi vaazları verirken gerçekleşmiştir. Bu dönemde IMF ve Dünya Bankası, gelişmekte olan ülkelere serbest piyasa ideolojisini dayatmak için kullanılan yeni misyoner kuruluşlar haline gelmiştir (Stiglitz, 2002: 34).

Yaşanan bu gelişmeler sonucunda küresel düzeyde pek çok ülke, piyasa ekonomisine dayalı, neoliberal politikaları benimseyerek finansal liberalleşme tezlerine uygun olarak yurtiçindeki finansal piyasalarda yeni düzenlemeler gerçekleştirmiştir.

1980'lerle birlikte neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma kapitalist sistemi temsil eden ana unsurlar haline gelmiştir (Özdemir, 2013: 58).

2.1.1. Finansallaşma ve Neo-Liberalizm

2.1.1.1. Finansal Liberalizasyon ve McKinnon-Shaw Hipotezi

Liberal iktisadi görüş, kıt olan sermaye sistemini, finansal sisteminin en etkin kullanılması durumunda rekabet koşullarını iyileştireceği inancındadır (Stiglitz, 2002: 136). Liberal iktisadi görüşten esinlenen finansal liberalizasyon¹¹ ise Kaminsky ve Schmukler (2003)'e göre; i) sermaye hesabının, finans ve borsaların serbestleştirilmesi, ii) ulusal finansal sektörün liberalizasyonu ve iii) hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesidir. Bir ülkede finansal liberalizasyonun aşamaları bu üç kategorinin bir arada olup olmamasına göre değerlendirilmektedir. Üç kategorinin bir arada olduğu bir ülkede tam liberalizasyon kriterlerinin görüldüğünden ve uygulandığından bahsedilmektedir.

Finansal Liberalizasyon kuramı teorik temelini Ronald I. McKinnon ve Edward S. Shaw'ın 1973 yılında birbirinden bağımsız şekilde yazmış oldukları çalışmalardan almıştır. Neoklasik Finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonu olan kuramın önermesi şudur: Finansal baskının¹² kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırır (Williamson ve Mahar, 2002: 8).

1970'lerin ilk yarısında McKinnon ve Shaw, piyasalara yönelik müdahaleleri çalışmalarında eleştirmiş ve liberal politikalara teorik bir alt yapı sunmuşlardır. Bu teoriye göre; düşük ve negatif faiz oranlarının, tasarrufları dışlayıp, yatırımları

¹¹ Liberalizasyon özetle, kredi kararlarının piyasaya bırakılmasıdır. Tam anlamıyla bir liberalizasyondan bahsedeceksek; devletin farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayırıcı nitelikte olmasını engelleyici, yabancı kuruluşların finansal sisteme girmesinin engellenmesinin azaltılması, yerleşiklerin de yabancı finansal piyasalara girmesinin önünün açılması ve bankalara kendi işlerinin bankanın kendi inisiyatifinde bırakılması gibi unsurları içermektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 15-16).

¹² Finansal baskı yaklaşımı, McKinnon ve Shaw'ın aynı dönemde ele aldıkları bir çalışmadır. Finansal baskı; liberalizasyon öncesi Bretton Woods Sistemindeki gibi sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi, faiz oranlarının negatif oranda tutulup birikimleri özendirmeyle sermaye oluşumunu engellemesi, yatırımları azaltması ve buna bağlı olarak da ekonomik büyüme ve gelişmenin yavaşlamasıdır. Finansal baskı yaklaşımına göre, iktisat politikaları yatırımları cazip kılıp tasarrufları daha da arttırmaya yönelik oluşturulmalıdır (McKinnon, 1973: 55).

baskılamasına neden olan *finansal baskı* (*financial repression*) ekonomik büyüme oranını düşürmektedir. Fakat tasarruf iştahını arttıracak pozitif faiz oranlarının ekonomik büyümeye olumlu yönde etkisi olacaktır. McKinnon'un finansal varlıklar birikimi ile fiziki sermaye arasındaki bu ilişkiye *tamamlayıcılık hipotezi*¹³ denilmektedir. Bu hipotezdeki asıl mesaj, faiz oranı liberalizasyon politikasının başarısının ölçüleceği yönündedir (Khan ve Hasan, 1998: 582).

Finansal liberalizasyonun hayata geçirilmesine yönelik uygulamalar arasında ise deregülasyonun önemli bir yeri vardır. Deregülasyon, piyasalar içinde devletin rolünü azaltmayı ve özel sektörün etkinliğini amaçlayan yasal uygulamalardır (Özdemir, 2013: 70). Ek olarak finansal deregülasyon ve liberalleşme, büyük ülkelerin finansal sistemlerini dönüştürmüş ve sadece gelişmiş ülkelerde değil aynı zamanda gelişmemiş ülkelerde de bankacılık krizlerine sebep olmuştur. Finansın yapılandırılmış hali olan finansallaşma bu krizlerde ciddi etkilere sahiptir (Giron ve Chapoy, 2012-2013: 173).

Finansın değişen bu rolüyle birlikte, finansal piyasa liberalizasyonu doğrultusunda artan finansal yatırım fırsatları finansal sektöre güç kazandırmış ve finansal olmayan işletmelerin (FOİ) finansal varlık ve finansal iştiraklerindeki yatırımlarını artırma koşullarını yaratmıştır (Orhangazi, 2008b: 75).

Nitekim finansal deregülasyon, neoliberal politikaların amaçları doğrultusunda yapılanmış ve finansal sektöre serbestlik sağlarken neoliberal politikaların yükselişine destek olmuştur. Deregülasyon ve liberalizasyon uygulamaları finansın yeniden yapılanmasına ve finansallaşma aşamalarının gelişimine katkı sağlamıştır.

2.1.1.2. Neoliberalizmin Yükselişi

Liberalizasyonun bir üst aşaması kabul edilen ve özünde bir ekonomik politik sistem olan neoliberalizm;¹⁴ özel mülkiyet hakları, serbest ticaret ve serbest piyasa ile

¹³ Daha ayrıntılı bilgi için bkz. (Khan and Hasan, 1998: 583-587) ve hipotezin Türkiye'deki etkileri için bkz. (Hepsağ, 2009: 76-77).

¹⁴ Neoliberalizm kavramı, ilk olarak 1938 yılında Alexander Rüstov tarafından, klasik *laissez-faire* yaklaşımından bir liberalizm anlayışını ifade etmek için kullanıldı. İlk haliyle, devlet müdahalesinin gerekliliğinin kabul edildiği, 'sosyal piyasa ekonomisi' olarak adlandırılan bir yaklaşıma karşılık gelen

karakterize edilen kurumsal bir çerçeve içinde bireyleri, şirketleri ve kurumları özgürleştirerek en iyi şekilde geliştirilebileceğini öne süren bir politik ekonomik uygulama teorisidir (Harvey, 2005: 2; Tellalbaş, 2012: 49). Bu teori içerisinde devletin rolü, kurumsal bir çerçeve oluşturmak ve teoriyi korumaktır. Hem çevre hem de merkez ülkelerde kapitalizmin yeniden biçimlendirilmesini sağlayan neoliberalizmin temel karakteristiği dünyaya kademe kademe yayılarak kendisini küreselleştirmesidir (Dumenil ve Levy, 2009).

1980'lerden günümüz krizine dek uzanan ve çoğunlukla küreselleşme olarak adlandırılan dönemin iktisadi söylemi olarak adlandırılabilen neoliberalizm, ABD ve İngiltere tarafından ilk defa 1979 ve 1982 yılları arasında uygulanmış, daha sonra sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerinde uyguladığı kuralsızlaştırma ve serbestleştirme uygulamaları sonucunda neoliberal politika uygulamalarını tüm dünyaya yaymıştır. Bu politikalar sayesinde uluslararası finansal sistemin gücü artmış ve buna bağlı olarak ulusal finans piyasalarıyla para piyasalarının birbirine eklemeli olduğu bir süreç başlamıştır (Camacho ve Nieto, 2017: 225-226; Tellalbaş, 2012: 50). Kısacası neoliberalizm ile birlikte tartışmasız mesele neoliberal süreç ile finansın, ekonomide büyüyen rolüyle ilgili ilişkisinin doğru orantılı olarak yükselmesidir (Kotz, 2008a: 1).

Böylelikle neoliberal iktisadi söylemler tüm dünyayı etkisine alarak küreselleşmiş, gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde gerek serbestleştirme ve kuralsızlaştırma politikalarıyla, gerekse politika yapıcılarının krizden çıkma, büyüme ve daha da zenginleşme vaatleriyle kapitalist sistemde yerini almıştır. Finans kapitalin neoliberal politikalar doğrultusunda yeniden yapılanması finansal sermayenin artmasıyla sonuçlanmıştır. Güçlenen finansal sermaye de finansallaşmanın başarısını göstermektedir.

2.1.2. Finansallaşma ve Küreselleşme

Küreselleşme sermaye ve üretim faaliyetlerinin dünya genelinde ulusal sınırlar olmadan serbestçe hareket edebilmesidir. Küreselleşme olgusunun arkasında iki sebep

neoliberalizm terimi 1980'lerde bu kez tekrar klasik liberalizme daha yakın bir içerikle ve daha çok bu yaklaşımı eleştirenler tarafından kullanılmaya başlandı (Soydan, 2013: 154).

vardır: Bunlardan ilki, teknoloji devriminin haberleşmede yarattığı alanın genişlemesi ve hızının artmasıdır. İkincisi ise temelinde sermayenin düşen kar haddini arttırmak yatan, serbest piyasa ekonomisi serbest sermaye hareketleri ve serbest dış ticarettir (Kazgan, 2000: 20-22).

Bu olgunun sebeplerinden olan bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, finansal inovasyon sürecinin gelişmesine ve yeni finansal ürünlerin kar oranlarının oluşmasına neden olmuştur. Bu durum da sermaye hareketlerinin önemli oranda artmasının yolunu açmıştır. Serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda gerçekleştirilen üretim, tüketim ve yatırım gibi reel faaliyetlerin uluslararası alanda yaygınlaşması finansal hareketlerin küreselleşmesine katkıda bulunmaktadır (Oktar vd., 2012: 79-81).

Finansal küreselleşme olgusu ise McKinnon ve Shaw yaklaşımının bir sonucu olan deregülasyon uygulamalarının yanı sıra bahsettiğimiz teknolojik gelişmede ilerleme, risk yönetiminde önemli hale gelen portföy çeşitlenmesi ve vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkması sonucu hızlanırken; serbestleşme süreçleri de finansal piyasaların birbirine olan bağıntı arttırmıştır. Ulusal sınırların ötesine giderek genişleyen finansal piyasa ağları dünya reel üretim ve ticaretinin üzerinde bir gelişim göstermiş; finans kapital (para sermaye) ve onun kurumları üretken ve ticari sermayeler üzerinde belirleyici konuma erişmiştir. Böylece para-sermaye (finans kapital) dünyada egemen ağırlığını kazanarak merkezi bir önem kazanmıştır. Sonuç ise ekonominin spekülative faaliyetlere daha çok maruz kalması, küresel krizlerin daha sık yaşanması ve ekonominin finansallaşmasıdır (Köne, 2003: 233-234; Özdemir, 2013: 68). Aslında finansallaşma olarak adlandırılan bu yeni süreç küreselleşmeyle birlikte Keynesyen uzlaşmanın getirdiği tellerden artık tamamıyla arınmış, eski orijinal fikrine geri döndüğü iki temel sütundan biri olarak tanımlanmıştır (Tridico ve Pariboni, 2018).

Kısaca toparlamak gerekirse, 1970'lerden sonraki krize eşlik eden neoliberal yeniden yapılanmanın ve finansal küreselleşmenin, etkinliğini ve önemini arttırarak etkisini öncelikle erken kapitalistleşmiş ülkelerde daha sonra da tüm dünyada yaygınlaştırması yeni bir sürecin gelişimi için uygun bir ortam yaratmıştır. Bu süreçte kimi yazarlarca kapitalizmin son aşaması kabul edilen kimi yazarlarca da kapitalizmin evriminin son hali olarak açıklanan finansallaşma olgusudur. Bu olgunun tek bir tanımı olmayıp farklı yazarlar tarafından konunun farklı yönlerine odaklanılmıştır.

2.1.3. Finansallaşma Olgusu

Dünya ekonomilerinde son otuz yılda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda dönüşümler yaşanmıştır. Kapitalizmin evrim aşamaları olarak karakterize edilebilecek bu dönüşümler kısaca neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma olgularıyla karakterize edilmektedir (Epstein, 2005: 3). Bu üçleme içinde iktisat yazınında finansallaşmanın giderek artan bir şekilde baskınlaştığı görülmektedir (Foster, 2008).

Daha önce de bahsettiğimiz gibi finansallaşma, gelişim dinamikleri olan finansal liberalizasyonla başlayıp finansal piyasaların deregülasyon sürecinden finansal küreselleşmeye kadar geçen süreyle birlikte kendine sağlam bir zemin edinmiştir. Finans dünyasında yaşanan gelişim ve değişimler finansallaşma kavramı etrafında toplanmıştır. Bu terimi ilk kez Amerika'daki imalat sanayide karların düşüşüyle yükselen finans çevreleri arasındaki tezatlığı vurgulamak amacıyla Kevin Philips kullanmıştır. Philips finansallaşmayı; finansal birikimin, kamu borçlarının, rant gelirlerinin ve yurtdışı yatırımların artarak yurtiçindeki sosyal tabakalar arasındaki ekonomik kutuplaşmanın yükselmesi olarak tanımlamaktadır (Philips, 1993: 193). Philips'in tanımlamasında sermaye birikiminde finansın artan rolü, artan kamu borçları, uluslararası yatırımların artması ve ülke içinde artan sosyal sınıf farklılıkları öne geçen kavramlardır.

Epstein ise finansallaşmayı, yerel ve uluslararası ekonominin işleyişinde *“finansal kurumların, finansal aktörlerin, finansal piyasaların ve finansal güdülerin rolünün artması”* olarak tanımlamaktadır (Epstein, 2005: 3). Bu genel tanımla belirtmekle birlikte, Palley ise finansallaşmayı, finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal elitin ekonomik politika ve ekonomik çıktı üzerinde daha etkili hale gelme süreci olarak tanımlanmaktadır (Palley, 2007: 1).

Finansallaşma, finansal piyasaların globalleşmesinden ve finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerin yükselişine kadar artan fenomenleri içermesi sebebiyle üzerinde anlaşılmaya varılmış tek bir tanımla olmamasıyla birlikte; Engelbert Stockhammer finansallaşmayı, finansal piyasaların kuralsızlaştırılması, yeni finansal araçların ortaya çıkması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve döviz piyasalarında artan istikrarsızlık olarak açıklamaktadır (Stockhammer, 2004: 721).

Greta R. Krippner finansallaşmayı, karın reel üretim yoluyla değil de finansal kanallar aracılığıyla giderek artan bir üretim şekli olarak tanımlamıştır (Krippner, 2005: 181). Karın finansallaşma yoluyla şeklinin değiştiğini vurgulayarak, finansal işlemlerin öneminin artmasının nedenini açıklarken karın finansal işlemlerden elde edilmesinin artan önemine işaret etmektedir.

Crotty ise finansallaşmayı, küresel neoliberal rejimin en önemli bileşeni olarak görmektedir. ABD ekonomisini örneğini kullandığı çalışmasında finansal olmayan işletmelerin finansallaşmasını değişik açılardan belgelemekte ve finansallaşmanın finansal olmayan şirketlerin operasyonları üzerinde olumsuz etkisi olduğunu savunmaktadır (Crotty, 2005).

Özgür Orhangazi'ye göre finansallaşma en geniş anlamıyla, finansal kurumların ve finansal piyasaların modern makroekonomi içindeki ölçüsünün ve öneminin artması ayrıca finansallaşmanın önemli bir boyutu olan finansal olmayan şirketlerin finansal faaliyetlere girme süreci olarak tanımlamaktadır (Orhangazi, 2008a: 863). Orhangazi çalışmasında, finansallaşmanın finansal olmayan şirketler üzerinde gerçekleşen yapısal değişimleri tartışmaktadır.

Stockhammer (2004), Crotty (2005), Krippner (2005), Orhangazi (2008a), Davis (2016) finansallaşmayı makroekonomik açıdan ele almakta ve sürecin datalarını ABD nazarında gerçekleştirmektedir.

Lapavitsas ise finansallaşmayı, bankaların sınai ve ticari sermaye üzerinde kurduğu hakimiyet olarak değil de finans sektörünün daha özerk hale gelmesi olarak tanımlamaktadır. Finansal kurumların yeni kar arayışları sebebiyle finansal müsadereye¹⁵ yönelip, işçileri finansal alanın içine daha çok çekmiş ve yeni bir olgu olarak finansallaşmaya finansal sömürü yönünden yaklaşmıştır (Lapavitsas, 2017: 70).

Giovanni Arrighi, finansallaşmanın ilk kez ortaya çıkan bir olgu olmadığını hatta kapitalizmin altı yüzyıllık döneminde zaman zaman ortaya çıkan bir süreç olduğuna dikkat

¹⁵ Finansal müsadere, finansal karların doğrudan doğruya işçilerin, hanehalklarının kişisel gelirlerinden elde edilmesinin giderek önemli hale gelmesi sürecidir (Lapavitsas, 2017: 26).

çekmiştir. Finansallaşma, kar oranlarının düşmesiyle birlikte sermayenin üretimden uzaklaşarak artan bir şekilde finansal kanallara yönelmesidir. Bu süreci dört sistematik birikim dairesine göre ayıran Arrighi'ye göre; son birikim dairesi, XIX. yüzyıldan günümüze kadar süren Amerikan dairesidir (Arrighi, 1994: 314). Birikim dairelerinin sınıflandırılması, kapitalist sistemin gelişim evrelerinin farklı merkez kapitalist ülkelerine ve farklı dönemlerine göre gruplandırılmıştır.

Max Haiven ise finansallaşma kavramını, daha geniş anlamda; finansal ölçümlerin, fikirlerin, süreçlerin, tekniklerin, metaforların, anlatıların, değerlerin ve mecazların, finans sektörünün ötesine geçme ve toplumun diğer alanlarında dönüşüm yaratma şekli olarak tanımlamaktadır (Haiven, 2016: 11).

Bir özetleme yapacak olursak, finansallaşma *“kapitalist ekonominin ağırlık merkezinin üretimden finansa doğru uzun soluklu kaymasıdır”* (Foster, 2011: 29). Ekonominin uzun soluklu dönüşümünde neoliberal politikalar ve küreselleşme eğiliminin başarısı küresel kapitalist ekonominin finansallaşması olarak görülebilir (Tellalbaş, 2011: 9). Mevcut literatür genellikle finansallaşmanın negatif etkileri üzerinde durmuştur. Bu nedenle finansallaşmanın daha iyi anlaşılması için iktisadi etkileri üzerinde durmak faydalı olacaktır.

2.2. Finansallaşmanın İktisadi Etkileri

Finansallaşma, her ülkenin kurumsal, tarihsel ve politik şartlarına göre değişiklikler gösterse de kapitalist küreselleşme sürecine dahil olan bütün ülkelerde gözlenmiştir (Lapavitsas ve Powell, 2013; Kozanoğlu, 2011: 18). Bu değişiklikler ekonominin her dalında etkilerini şu şekillerde hissettirmektedir (Foster, 2011: 29):

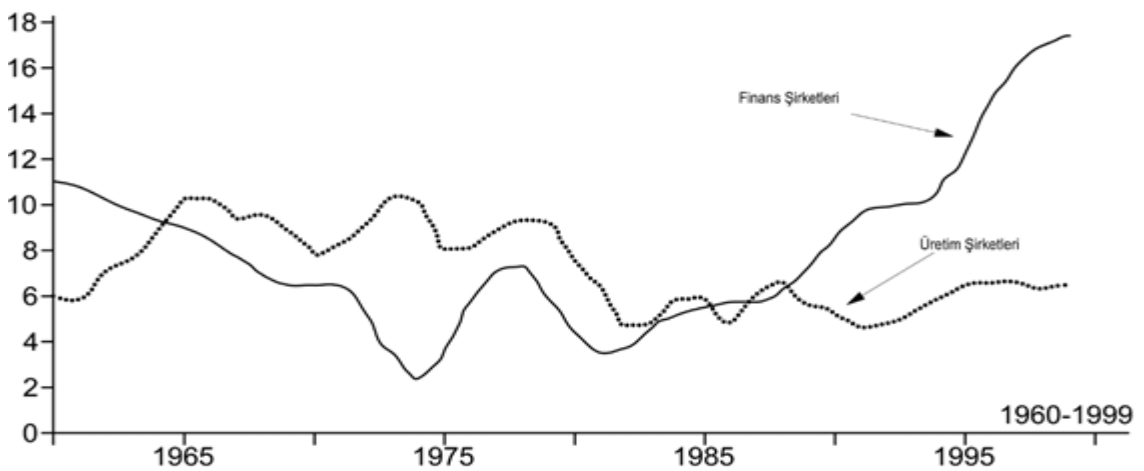
1. Toplam karlar içinde finansın payının giderek artması,
2. GSYH'ya oranla, borç oranlarındaki artış,
3. Üretim sektöründeki cazibenin azalmasıyla birlikte finans, sigorta ve emlak piyasalarının (FIRE) büyümesi,
4. Net olmayan finansal ürünlerin yaygınlaşması,
5. Finans balonlarının rolünün giderek artması.

Tüm bunlara ek olarak, bankaların açık piyasalarda aracılık yapmakla kalmayıp hanehalkına borç vermeyi tercih etmesi ve hanehalkının kurumsal finansal sisteme

çekilmesi şeklinde kendini göstermektedir (Lapavitsas ve Powell, 2013: 359). Öncelikle birinci kriter olan finans sektörünün artan kar oranlarının rolünden bahsetmek gerekirse: Son birkaç on yılda ABD’de ve küresel ekonomide köklü değişiklikler yaşanmıştır. Bu dönemin en belirgin özelliği finans alanında gerçekleşen değişiklikler olmuş ve finansal işlemlerin boyutu ve önemi sürekli artmıştır. Finansal sektörün büyüklüğü ve karlılığının artması, finansal olmayan şirketlerin de iştahının artmasına ve finansal işlemlere katılımlarının yükselmesine neden olmuştur (Krippner, 2005: 173).

Finansal karların ekonominin kar kaynağı haline gelmesiyle, finansal karlılık oranı yıldan yıla artmıştır. 1950’ler ve 1960’larda finans sektörünün karları, ABD ekonomisinin toplam karının %10-15’i arasındaydı. 1980’lerin ortalarından bu yana bu oran toplam karın % 30’unu oluşturmaktaydı. Finans sektörünün toplam karlar içindeki oranı 2001 yılından sonra iş döngüsünün zirveye çıkmasıyla %40’a ulaşmıştır (Krippner, 2011: 28).

1960’lardan sonra ABD’de, üretim ve finans şirketlerinin kar oranlarının gösterildiği Şekil 1’e göre; kârlılık kümülatif olarak artmıştır fakat bu yükselişe rağmen üretim sektöründeki kârlılığın oranı finans sektöründeki karlılığın oranının altında seyretmiştir. Bu farklılık ürettiği artık değerle beslenmesi gereken üretim sektörünün görece olarak küçülmesine yol açmış ve finans sektöründeki kârlılığın yükselmesi finans sektörünü cazip kılmıştır (Tonak, 2009: 36-37).



Kaynak: Bond, 2008.

Şekil 1
Üretim ve Finans Şirketlerinin Kâr Oranları ABD, 1960-1999

Ayrıca literatür tartışmalarının çoğu, finansal olmayan sektörlerin finansal yatırımlarının ve şirket yönetim yapısının değişiminin içeriğinin (etkinliğinin) artmasına odaklanmaktadır. Bu tartışmalar ışığında Orhangazi (2008b)'de finansallaşmanın neden ve sonuçlarını, farklı faktörlerin nasıl bir araya gelişinin bir göstergesi olarak finansal olmayan sektörler üzerindeki etkileri bağlamında tablolastırmıştır. Şekil 2'ye göre; 1970'lerdeki kriz, kurumsal performansın kötüleşmesine ve finansal olmayan sektörlerin karlılığında düşüşe sebep olmuştur. 1970'lerde artan sermaye birikim krizi, finansal piyasa liberalizasyonu ve deregülasyonu finansal olmayan sektörlerin finansal faaliyetlere yönelmesine ve artan finansal yatırım fırsatlarına yol açmıştır. Finansal piyasa liberalizasyonu ve deregülasyonu FOİ'lerin finansallaşmasının ardında yatan nedenlerden bir tanesi olan bankacılık dışı finansal kurumların artışına ve kurumsal yatırımcıların büyümesine katkıda bulunmuştur. Kurumsal yatırımcı işletmelerinin yükselişi, 1980'lerin düşmanca şirket ele geçirme dalgası devralma hareketi yoluyla şirket kontrolü için bir piyasa yaratılması, hissedar menfaatlerinin hisse senedi opsiyonları ile takip edilmesi sonucunda, kurumsal yönetimde hissedar değeri hareketinin önemine yol açmıştır. *Ajans Teorilerinin* yaygınlaşması, bu gelişmelerin teorik temelini ve gerekçesini sağlamıştır. Bunun bir sonucu olarak, FOİ'ler, kısa vadede hissedar değerini arttırma ve finansal piyasalardan gelen baskılar altında finansal piyasa ödemelerini arttırmıştır. Dahası finansal piyasa liberalizasyonu ve deregülasyonu, finansal yatırım fırsatlarını arttırmış, finansal sektöre daha fazla güç sağlamış ve FOİ'lerin finansal varlık ve iştiraklerindeki yatırımlarını arttırma koşullarını yaratmıştır. Sonuç olarak, ekonomik karar vermede finansın ortaya çıkması, uzun vadeli büyüme stratejileri yerine kısa vadeli yatırımlarla değişmesine sebep oldu. Bu da FOİ'lerin fonlarının büyük kısmının üretim yerine finansal yatırım ve iştiraklere tahsis edilmesinde rol oynamıştır (Orhangazi, 2008b: 71-75).

Tablo 1'de ise ikinci kriterden yola çıkılarak, gelişmiş ilk 10 büyük ekonomideki borç-gayri safi yutiçi hasıla (GSYH) oranları gösterilmiştir. Küreselleşmiş bankacılık, olağanüstü düşük faiz oranları, risk yayılımı ve dönemin şartları göz önüne alındığında 2000'li yıllardan sonra birçok gelişmiş ülkenin borç oranları hızla artmıştır. Bu ülkeler İngiltere, İspanya, Güney Kore ve Fransa olup istisnaları ise Almanya, İsviçre ve Japonya'dır. 2008'e kadar ABD'nin GSYH'ya oranla kendisinden daha yüksek borç oranlarına sahip birkaç ülke vardı (McKinsey, 2010: 10). Borçluluk oranlarındaki

pozitif ivme dünya ekonomisinin finansallaşmasının etkilerinin göstergesi olarak birçok ülkeyi etkisine almıştır.

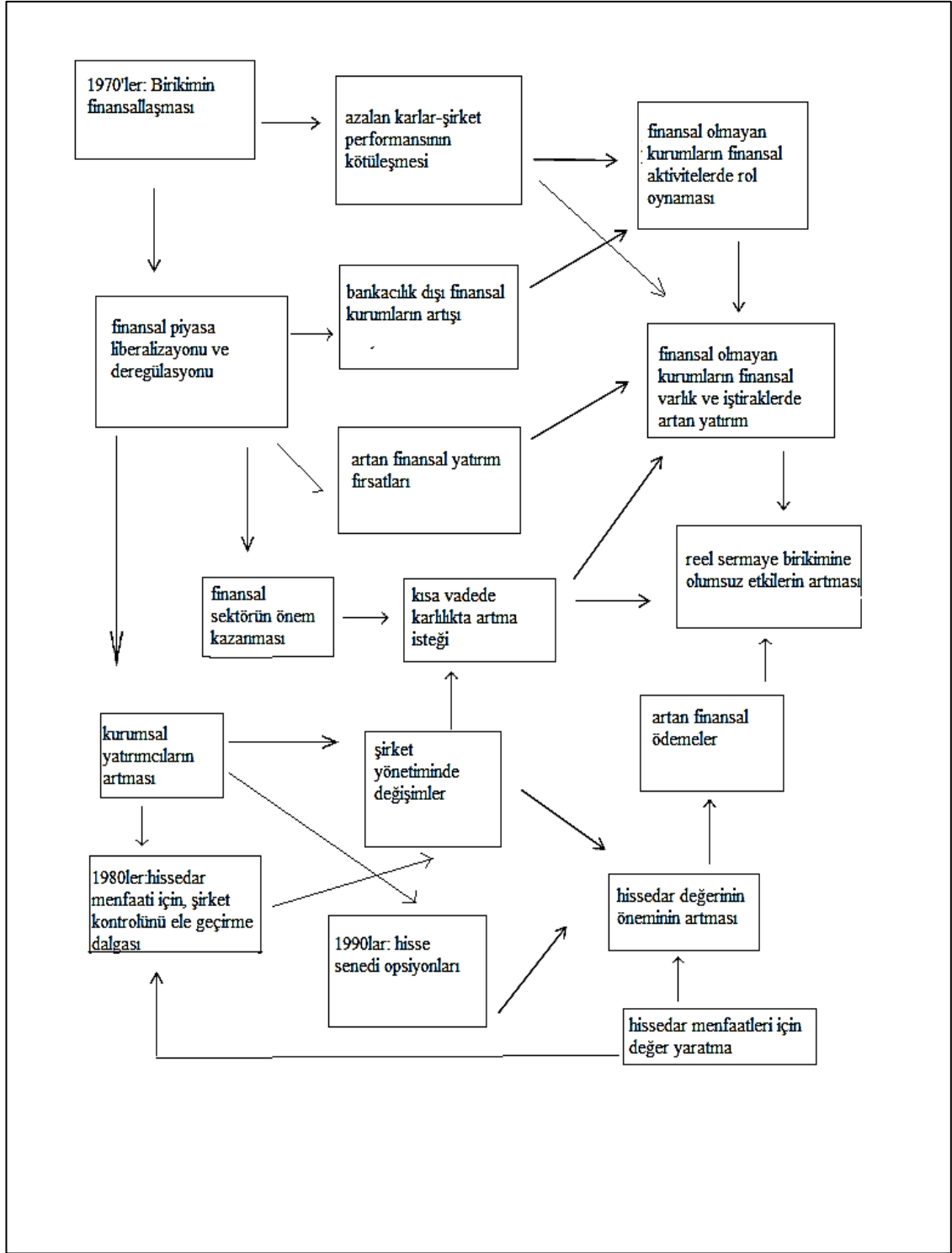
Finansallaşma, ekonomik etkileri bağlamında birçok kapitalist ülkenin ekonomik ve sosyal açıdan dönüşüme uğramasına sebebiyet vermiştir. Finansal piyasalar ile reel sektör birbirine entegre olmuş ve yatırım kararlarında birbirini etkileyecek etkileşime sahip olmuşlardır. Finansın ağırlığının ve finansal karların oranının artmasıyla birlikte yeni finansal araçların türemesine ve finansal derinliğin daha da artarak risklerin çoğalmasına yol açmıştır.

Diğer yandan ulusal ve uluslararası ölçeklerde yüksek seviyede finansallaşma birbirine bağlı iki sonuç yaratmaktadır. Finansal yatırımların yüksek kar oranı vaat etmesi sebebiyle sermaye üretken yatırımlar finansal yatırımlara doğru yönelmektedir. Aynı zamanda bu yönelim finansal gelirin beslenmesinin kaynağı olan yüksek oranda kamu, özel sektör ve hanehalkı borçlanması ile gerçekleşmektedir. Bu iki unsur, bir tarafta yüksek borçlanma diğer tarafta ise yüksek seviyede küresel finansal sermaye birikimidir. Bu durum da dünya ekonomisinin sıklıkla finansal krizlere mahkum olma olasılığını doğurmaktadır (Tellalbaş, 2011: 52).

Tablo 1
10 Gelişmiş Ekonomide Borcun Değişim Oranları

Ülke	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı		2000-08 arası değişim (Milyar ABD Doları)
	1990-00	2000-08	
Japonya	1.2	0.5	19
İngiltere	3.3	5.2	157
İspanya	4.1	7.4	150
Güney Kore	4.3	4.2	93
Fransa	1.2	3.9	83
İtalya	2.9	3.1	64
İsviçre	Veri yok	0.8	17
ABD	0.6	3.5	70
Almanya	5.6	0.3	7
Kanada	0.3	1.5	28

Kaynak: Mc Kinsey Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences Ocak 2010, s:10.



Kaynak: Orhangazi, 2008b, 74.

Şekil 2
Finansallaşmanın Sebep ve Sonuçları

3. FİNANSALLAŞMAYA KURAMSAL YAKLAŞIM

Finansallaşmaya dair gün geçtikçe gelişen bir akademik yazın mevcuttur. Bu yazın genellikle heterodoks sosyal bilimcinin daha fazla üzerinde durduğu bir konu olmakla birlikte akademik çalışmalarda genellikle finansallaşmanın eleştirel yönlerine odaklanılmaktadır. Bu sebeple çalışmanın bu bölümünde Neoklasik iktisat bağlamında finansallaşma literatüründen kısaca bahsedilip finansallaşmanın, kapitalizmin evrim aşamasındaki yeri, tanımını ve etkilerinin önemini yanı sıra farklı yazınlarda nasıl yankı bulduğuna değinilecektir.

3.1. Finansallaşmaya Neo-Klasik Yaklaşım

Finansallaşma Neoklasik iktisat içinde pek rağbet görmeyen bir terimdir. Bunun nedeni finansallaşmanın, gelişmiş kapitalist ülkelerden, gelişmemiş kapitalist ülkelere doğru yayılan genellikle bu sürecin reel üretim, istihdam, borçlanma ve gelir bölüşümü gibi olumsuz etkileri ön plana çıkaran bir yaklaşım olmasıdır. Kapitalizmin yeni bir aşaması olarak ifade edilen finansallaşma olgusuna Neoklasik iktisat; gerek iktisadi teorileri, gerekse hükümet desteğinin gücüyle yol göstericilik işlevi üstlenmiştir.

1960'lı yılların sonlarına doğru, karlılık oranlarındaki düşme ve petrol şoklarının etkisiyle artan enflasyon oranları, ekonominin Keynesyen iktisada alternatif ve Klasik iktisat teorisine dayalı olarak *monetarizm* teorisinin piyasa ekonomisine geçişini hızlandırmıştır. Uygulanan sıkı para politikaları neticesinde sosyal devlet uygulamaları zayıflamış, işsizlik artmış ve kamu idareleri özelleştirilmiştir. 1970'li yılların sonlarına doğru ise *arz yanlı iktisat* ortaya çıkmıştır. Bu çerçevede sermaye birikiminin artırılması için sermaye üzerindeki vergi yükünün kaldırılması, finansallaşma sürecinde bazı merkez kapitalist çevre ülkelerde iktisat politikası aracı olarak uygulanmıştır (Koç, 2013: 24). Tüm bu teorilerin, 1980'ler sonrası Yeni Muhafazakar Hükümetler tarafından desteklenmesi ve birçok ülke tarafından uygulanması ayrıca serbest piyasa ideolojisi vaazlarının gelişen ülke ekonomilerine dikte edilmesi ile neoliberal alt yapı sağlamlaştırılıp, sermaye önündeki tüm engellerin kaldırılması amaç edinilmiştir.

Ayrıca daha önce de neoliberalizm bağlamında bahsettiğimiz McKinnon ve Shaw'ın 'finansal baskı hipotezi'nde incelenmesi gereken teori Neoklasik iktisadın yaklaşımıdır. Bu anlamda Neoklasik iktisadın, McKinnon ve Shaw'ın *finansal*

derinleşme kavramında ifadesini bulan finansal küreselleşmenin, sermayenin en etkin dağılımını sağlayacağı tezi üzerinde durulmaktadır (Kozanoğlu, 2011: 25).

Özetle Neoklasik iktisat teorilerinde finans, ekonominin ihtiyaçlarına cevap veren, kaynakların daha etkin şekilde dağılımını sağlamak suretiyle ekonomide büyümeyi ve etkinliği arttıran bir role sahiptir (Orhangazi, 2017: 33). Finansal kurumlar üzerindeki amacı ise piyasadaki tasarruf sahipleriyle yatırım yapmak isteyen girişimcileri bir araya getirerek tasarruf sahiplerini özendirici faiz oranı ile tasarrufları özendirilmesini sağlamaktır. Böylelikle yatırımlar daha da artacak ve ekonomik büyüme hız kazanacaktır.

3.2. Finansallaşmaya Marksist Yaklaşım

Finansallaşmanın orijinal kuramsal alanı olan Marksist yaklaşıma göre, ekonomik büyüme ve ekonomik dinamizmin temelinde sermaye birikimi yer alır. Sermaye birikiminde ise asıl itici güç karlılıktır (Lapavitsas ve Powell, 2013: 362; Orhangazi, 2017: 34). Birikimin büyüklüğü kar kaynağı oluşturması ve rekabet koşullarında öne geçmesi için önemlidir. Rekabet, birbirine düşman sermayedarların sayılarıyla doğru orantılıyken sermayedarların büyüklükleri ile ters orantılıdır. Savaş, küçük kapitalistlerin koşullara ayak uyduramayarak ya da sermayelerinin büyük kapitalistlerin eline geçmesiyle sona erer. Burada, kapitalist üretim ile birlikte yeni bir güç olan 'kredi sistemi' devreye girer (Marx, 1867/2017: I, 597).

Yeni bir güç olan kredi sistemi, sermayenin hareket alanını mevcut para rezervlerinin sermayelendirilmesini sağlayarak genişletmiştir. Kapitalizmin tarihine ve gelişmesine ciddi damga vuran kredi, kapitalist gelişmenin eğilimleri olan sermayenin yoğunlaşmasını, rekabeti ve üretimi kamçılamıştır (Mandel, 1974: 402).

Marx'a göre kredi sistemi, ilk aşamalarında birikimin bir yardımcısı olarak işin içine gizlice girer. Toplum yüzeyine dağılmış bulunan büyük ya da küçük miktarlardaki parayı, görünmeyen iplerle, tek ya da ortaklık halindeki kapitalistlerin ellerine çeker. Ama çok geçmeden rekabet savaşında yeni ve müthiş bir silah halini alır. En sonunda sermayenin merkezileşmesi için dev bir toplumsal mekanizmaya dönüşür (Marx, 1867/2017: I, 597).

Marksizm ve finansallaşma denilince akla gelen ilk isim Rudolf Hilferding'tir. Hilferding, yirminci yüzyılın başlarında, Marksist finans kuramını geliştirmek amacıyla finans ve reel sektör arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Hilferding (1981/1995) sermayenin yoğunlaşması ve merkezileşmesiyle sanayi ve ticaretin büyük bankaların egemenliği altına girdiğini, kapitalist üretim sistemi olgunlaştıkça da birikimin giderek arttığını, az sayıda kişi (tek bir firma)¹⁶ elinde toplanıp banka sermayesinin tekelleşerek gücünün artacağını söylemiştir. Dönüşen sanayi sermayesi ile banka sermayesi arasındaki farkın belirsizleşmesiyle birlikte finans kapital oluşacaktır.

Hilferding'e göre (1981/1995: 145) bankaların işlevlerinden biri de öteki sınıfların gelirlerini toplamak ve kapitalist sınıf için halihazırda parasal sermayeyi hazır tutmaktır. Böylece öteki sınıfların işsiz paraları kapitalistlerce kullanılmak üzere akmaktadır. Bankaların bu işlevi, kullanmaları için işsiz duran paraların mümkün olduğunca toplanıp bunları üretken kesime *ödünç* diye vermek zorunda olmasıdır. Bunları yaparken de işsiz para diye adlandırdığı mevduatlara *faiz* vermek ve bu mevduatları toplamak için de farklı coğrafyalarda şubeler açmaktır. Bu yapı, üretken kesme aktarılan mevduatların doğasında vardır.

Finansallaşma üzerine en sürekli, sistematik ve kavramsal tezleri geliştiren çevrelerden biri Montly Review Dergisi yazarlarıdır. Montly Review'in editörlüğünü 1969'dan beri yürüten Paul Sweezy ve Harry Magdoff, *Stagnation and the Financial Explosion* kitabını yayınlamak için 1970'lerden itibaren ABD'nin borç yükünün hükümetler, bireyler ve şirketler düzeyinde olağanüstü arttığını ve bunun da ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini öne sürmüşlerdir (Kozanoğlu, 2011: 26). Bu çerçevede finansallaşma, 1970'li yıllarla birlikte Montly Review'in Marksist geleneği içinde entelektüel yaşama başlamıştır. Bu kavram, sermayenin finans alanına kaçışını ve üretimdeki finansallaşmayı işaret etmektedir (Lapavitsas ve Powell, 2013: 362).

¹⁶ Paul M. Sweezy, Hilferding'in kapitalist gelişmenin geçici bir dönemini, sürmekte olan bir trend olarak ele almasını yanlış bulmaktadır. Bankalar, anonim şirketlerin ve şirket birleşmelerinin oluşmaya başladığı birleşme hareketlerinin süreci boyunca -ki bu süreç ilelebet sürmeyecektir- veri bir sanayi kolunda tek bir firma kaldığında süreç sonlanacaktır yani daha ileri düzeyde birleşmelerin gerçekleşmesi seyrekleşerek zamanla duracaktır (Sweezy, 1946/2007, s. 264-265).

Lapavitsas ise Marksist yazında özellikle finansal el koyma¹⁷ (*financial expropriation*) kavramıyla tanınan araştırmacıdır (Kozanoğlu, 2011: 28). Finansallaşma, gelişmiş kapitalist ekonomilerin üç karakteristik eğilimi olan yapısal bir dönüşümü temsil ettiğini belirtmek için Marksist bir çerçeve oluşturmaktadır: i) finansal olmayan işletmeler bağımsız olarak finansal faaliyette bulunma kapasitesi elde etmiştir. ii) bankalar açık piyasalarda aracılık yapmakla kalmayıp hanehalkına borç vermeyi tercih etmiştir. iii) hanehalkı finansal sisteme çekilmiştir. Bu çerçeve içinde ilk olarak endüstriyel (ticari) işletmeler, açık pazarlarda finansal işlemlerde bulunmak için bağımsızlaşmıştır; ikinci olarak, bankalar faaliyetlerini yeniden açık pazarlarda aracılık etmeye ve bireylere borç vermeye yönelmişlerdir; son olarak ise Lapavitsas'ın en çok üzerinde durduğu konu yani işçiler ve genel olarak hanehalkının emeklilik, konut, eğitim, ve sağlık gibi temel ihtiyaçlarını karşılamak için finansal sisteme çekilmesi olmuştur (Lapavitsas ve Powell, 2013).

Marksist analize göre bankacılık, gelişen kapitalist üretim sürecinin devamı niteliğinde doğmuştur. Bu analiz çerçevesinde bankacılık kredi ilişkileri bağlamında incelenmiştir. Paranın borç verilerek para sermayeye dönüşmesi ile bu dönüşümün sürekliliği artı değere el konulmasıyla mümkündür (Karaçimen, 2015: 58-85). Marks'a göre paranın ödeme aracı olma işlevinden türeyen kredi ilişkileri zincirleme olarak birbirine bağlı olarak kurulmuştur (Burnham, 2011; aktaran Akçay ve Güngen, 2016: 41). Bu yüzden belli bir ülkedeki sınai ve ticari kredi zincirlerindeki bir sarsılma ya da kopma kredi zincirlerini etkisi altına alan şoklar, para krizlerini ağırlaştırabilir (Itoh ve Lapavitsas, 2012: 131). Marksist finans sisteminin bir başka özelliği ise finansallaşmanın eğilimlerinin her ülkedeki tarihsel, kurumsal, siyasi ilişkilere göre farklılaştığı ve eşit olmayan bir şekilde geliştiğidir (Lapavitsas ve Powell, 2013).

Finansallaşma yazını ağırlıklı olarak bu sürecin üretim, istihdam ve bölüşüm açısından olumsuz etkilerini ortaya çıkaran bir külliyat olmasına rağmen Marksist

¹⁷ Finansal el koyma, dolaşım alanında ortaya çıkan ilave bir kar kaynağı olduğu söylenebilir. Kişisel gelirle ilgili olması ölçüsünde, yeni artık değer akımlarından ziyade, mevcut para ve değer akımlarını da kapsar. Dolaşım alanında ortaya çıkmasına karşın sistemli bir biçimde ve iktisadi süreçler aracılığıyla gerçekleşmesi nedeniyle sömürücü bir yönü vardır (Lapavitsas, 2009: 47).

yazında finansa ilişkin tüm tartışmalara olumsuz bir işlev yüklememektedir (Kozanoğlu, 2011: 25; Oran, 2015: 176). Örneğin Bryan vd. (2009), Marksist kategoriler içinde bazı yerleşik düşüncelere meydan okumakta ve finansallaşmayı modern kapitalist üretim tarzının devamı olarak görmektedir. Özellikle finansallaşma emeği bir sermaye biçimi olarak yeniden şekillendirmekte ve bunu sermaye akışkanlığına hizmet eden menkul kıymetleştirme ve finansal türevler yoluyla kazanmaktadır (Bryan vd., 2009: 458). Emeğin sermayenin yeni bir biçimi olarak tayin edilmesiyle kastedilen, emek gücünün yeniden üretiminin finansallaşma durumunda metalarla değil, kredi ile başlamasıdır. Yazarlara göre, ihtiyaçlarının büyük bir oranını banka kredileri ile karşılayan hanehalkı, sermayenin yeni bir biçimi haline gelmiştir (Oran, 2013: 177-178).

Marksist açıdan bakıldığında şirketlerin bankalarla kurdukları ilişkiler, sermaye birikiminin artı-değer ve kar mekanizmasına olan bağımlılığı finansallaşmanın en önemli boyutuna işaret etmektedir (Tellaloğlu, 2011: 62). Bankacılık sistemi ve hisse senedi piyasaları sermaye birikimini hızlandıran ve kolaylaştıran finansal etkiler olmakla birlikte, sermaye birikiminde ve karlılıkta yaşanabilecek en ufak bir sorun ekonomiyi krize götürebilecektir. Genellikle finansal piyasalardaki istikrarsızlıklara yol açan bu krizler finansal krizler olup -Mark'ın sıklıkla vurguladığı gibi- kriz, sistemin kendi dinamiğinde içsel olarak ortaya çıkabilecektir.

3.3. Finansallaşmaya Keynesyen Yaklaşım

Keynesyen yaklaşımın finansa verdiği önem 1929 Ekonomik Buhranı'nda finans sektörünün büyük rolü olduğu inancından dolayı finansal düzenlemeler ve koruyucu politikalar şeklinde uygulanmış ve ayrıca Keynesyen politikaların önemli bir ayağını oluşturmuştur. II. Dünya Savaşı sonrası hakim olan Keynesyen sistem, devletin ekonomiye hakimiyetinin ve müdahalesinin etkinliğini savunmuştur. Keynesyen sistemin 1973'lü yıllara kadar altın çağının yaşandığı bu süreçte amaç, finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve Keynesyen politikaların büyüme ve sermaye birikimi hedeflerine ulaşmaktır.

Temel önerileri Büyük Buhran'dan çıkışa yönelik olarak kamu müdahalesine dayalı olan Keynesyen iktisat, ekonominin Neoklasik teoriden farklı bir şekilde işlediğine dair vizyona sahiptir (Greenwald ve Stiglitz; 1987: 6). Finans piyasalarına Keynesyen bakış açısı, Neoklasik teoriden farklı olarak daha ziyade istikrarsızlık ve

verimsizlik üzerinedir. Nitekim, deregülasyon uygulamalarının geniş alanlara yayılması, finansal zenginliğin hızlıca büyümesi, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde etkinliğini arttırmıştır. Reel sistemle ekonomik sistemin artan etkileşimleri ve bağımlılıkları ekonomide yatırım, üretim, istihdam, gelir ve istikrarı bozma eğilimindedir (Akyüz, 2008: 177). Keynes'in vizyonundan hareketle takipçileri de ekonomide istikrarın sağlanması, adil gelir ve servet dağılımı, büyüme ve kalkınmanın dengeli olması yönünde teoriler geliştirmeye çalışmış ve bu amaçlarla her türlü finansal piyasa ve kurumun denetim ve kontrol altına alınmasında finansal istikrarı bir araç olarak ele almışlardır (Orhangazi, 2008: 144). Keynesyen ekolde finansal piyasaların istikrarı özellikle gelişen ülkeler (GÜ) açısından önemlidir. Bu sebeple finansal piyasa ve kurumların devlet denetimi ve inisiyatifi altında olması gerektiğini savunmaktadırlar.

Tüm bunlar Keynesyen teorinin finans kesimine önem vermediği anlamına gelmemektedir. Keynesyen görüşte para önemlidir. Finans sistemi açısından önemli olan para, ödemelerin daha sonra yapılmasında aracı olan sözleşmelerin de varlığıyla artış göstermektedir. Çağdaş kapitalist sistemde bankaların gelişmişliğiyle paranın içselliği (piyasaların kendi kendine para üretme gücü) arasında doğru orantı vardır. İktisadi birimlerin yapmış olduğu sözleşmeler ile kredi paranın önem taşıdığı bir ortamda para arzının içselliği savunulmaktadır (Snowdon, Howard, 2005: 460; Paya, 1998: 369). Bu yönüyle para arzı, bankacılık sistemi üzerinden fonksiyonel ilişkiler bağlamında kurulmuş ve finansal kurumların (bankaların) yatırımlar üzerindeki etkisi önemsenmiştir (Paya, 1998: 369).

Keynes, bankaların yatırım üzerindeki etkisine önem vermiştir. Keynes'e göre bankalar, ekonomide yatırım hacminin önemli ölçüde artması durumunda, bankaların yatırım finansmanı için firmalara sağladığı kaynağın devamlı olarak kendini yenileyen 'döner sermaye' haline gelmesi açısından durumu kritik bir rol oynamaktadır. Çünkü finans güdüsüyle para talebinin atıl para balanslarını, aktif para balansları haline getirilmesi gerekmektedir (Togay, 1998: 135). Keynes (1937: 669) bankaların bu kritik rolünü şöyle dile getirmektedir: "bankalar daha düşük bir faaliyet düzeyinden daha yüksek bir faaliyet düzeyine geçişte kilit bir konuma sahiptir. Eğer bankalar fon sağlama imkanlarını kısıtlayarlarsa, kısa vadeli kredi piyasasında tıkanıklık yaratacak; bu sebeple de faaliyet hacminin genişlemesini engelleyecektir." Jan Kregel (1984-85: 149-

150)'de Keynes'i doğrular şekilde gelişmenin dinamiği olan yatırımın finansmanında bankacılık sisteminin rolünün son derece önemli olduğunu ileri sürmektedir. Bunlara ek olarak Keynes Genel Teorisi'nde bankaların kredi vermesinin üç eğilimi ortaya çıkardığını söylemektedir: 1. Üretimde çıktı hacmi yükselme eğilimi gösterir. 2. Marjinal üretimin değeri artma eğilimi gösterir. 3. Çoğu zaman istihdamın iyileşmesine etki eden ücret biriminin nominal tutarında yükselme eğilimi gösterir (Keynes, 1969: 77). Bu eğilimler bankaların kredi genişlemesinden kaynaklı üretim hacminin çoğaldığının kendine özgü ayırıcı bir niteliği olduğunu ifade etmekte ve Keynes'in bankacılık sektörünün niteliksel önemini vurgusu yapılmıştır. Nitekim Keynesyen teoride finans sistemi, para arzının oluşumunu etkileyen bir faktör olarak önemlidir.

Geleneksel Keynesyen teorinin finans piyasalarına ilişkin temel çıkarımlarına Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen teori, mikro iktisadi açıdan rasyonalite kazandırmayı amaçlamışlardır (Greenwald ve Stiglitz, 1987: 19). Çağdaş Keynesyen teori olarak da adlandırılan Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşımda her iki teoride birbirinden belli ölçülerde farklı birçok görüşü barındırmaktadır. Ortaya koyduğu görüşlerinin en önemli ortak noktası, Neoklasik teorinin temel varsayımlarına ve yoğun olarak da McKinnon ve Shaw ekolüne karşı eleştiri getirmeleri ayrıca Keynesyen esaslara sahip olmalarıdır (Erdem; Dumrul, 2014: 71). Çağdaş Keynesyen teorilerin Mckinnon ve Shaw hipoteze eleştirileri finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme ilişkisine yönelik olmuştur. Yeni Keynesyen yaklaşım, finansal liberalizasyonun özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümeyi olumsuz etkileyeceğini savunmaktadır (Atamtürk, 2007: 78). Ayrıca GOÜ'lerde finans piyasalarında asimetrik bilgi sebebiyle firma yöneticileri ve potansiyel yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi piyasa etkinliğinin zayıflamasında ve finansal liberalizasyondan beklenen etkinin oluşmasında engel teşkil etmektedir (Greenwald ve Stiglitz, 1987: 19). Ayrıca bu tür finansal işlemlerin zaman içerisinde gerçekleşmesinden dolayı zaman tutarsızlığı problemine maruz kalınmaktadır. Bunlar da ahlaki bir tehlike oluşturarak, ekonomide çoklu dengelerin oluşabileceği bir sonuca yol açmaktadır. Yeni Keynesyen teorinin belirtilen görüşlerine ek olarak Post Keynesyen teoride vurgu, finansal serbestleşmeden makro iktisadi koordinasyon başarısızlığı ve finansal piyasaların ulusal ve uluslararası seviyelerde geleceğe, spekülasyona ve makroekonomik başarısızlığa ilişkin belirsizlikleri üzerinedir.

Belirsizlik altında beklentilerin formülasyonuna yaklaşım, bir kumarhane faaliyetinin gelişmesini andırır (Kregel, 1998: 112; Singh, 2002: 8). Nitekim gelişmiş ekonomilere nazaran gelişmekte olan ekonomilerde finans piyasaları manipüle edilmeye yatkındır ve spekülâtif özellikler arz etmektedir. GÜ'lerde finansal kırılganlığın daha hassas olması ve ekonomik sonuçlarının daha etkili olması sebebiyle Keynesyen yaklaşım finansal gelişmelerin hükümetin inisiyatifinde ve denetiminde olması gerektiğini iddia etmektedir.

Post Keynesyen iktisatçı olan Paul Davidson (2002)'a göre Keynesyen düşünceyle klasik düşünce arasındaki temel teorik farklardan biri, finansal piyasaların reel ekonomik işleyişinde, üretim ve istihdam olanaklarına etkileri bağlamında farklılaşmasıdır. Klasik vizyon serbest finansal piyasaları, sermaye ürünleri dağılımında etkili bir işlev üstlenmesi sebebiyle toplumun ekonomik kalkınmasında yarar sağladığı görüşündedir. Keynesyen düşüncede finansal piyasalar, ekonominin sermaye birikimi ve büyümesinde piyasalara likidite sağlaması sebebiyle önemlidir. Ekonominin iyi işlediği dönemlerde sermaye birikimi ve ekonomik büyüme olumlu yönde ilerlerken; ekonomik gidişatın kötü olduğu dönemlerde ise finansal piyasaların bu likidite görünümü piyasalarda yüksek işsizlik oranları, gelir dağılımı eşitsizliği, düşük ekonomik büyüme ve hatta ekonomik durgunluk yaratma yeteneğine sahiptir (Davidson, 2002: 7).

Özetlemek gerekirse; finansallaşma üzerine yazılmış olan literatür finansallaşmanın genellikle olumsuz etkileri üzerinde durmaktadır. Bu çalışmalar Neoklasik teorilerden ziyade heterodoks teorilerin baskın araştırma alanını oluşturmaktadır. Keynesyen literatürde özellikle Post Keynesyen iktisatçıların finansallaşma ile ilgili çalışmaları konuya önemli bir yön vermektedir. Keynesyen iktisatçılar finansa temkinli yaklaşmaktadır. Bunu da ekonomide artan deregülasyon uygulamaları sebebiyle finansal piyasaların öneminin ve karlılığının artması, hissedarların artan kar iştahı, şirket yönetişiminde hissedar odaklı değişimler, hanehalkının finansal sisteme içerilmesi, artan borçlanma oranları ve dolayısıyla da gelir dağılımında eşitsizliklerin artması yönünde kapitalizmin ekonomik istikrarsızlıklarına yönelik vurgu olarak yapılmaktadır. Buradan hareketle bu tez

alışmasının konusunu oluşturan finansallaşmanın Post Keynesyen literatür bağlamında analizi daha ayrıntılı şekilde ikinci bۆlümde ele alınacaktır.

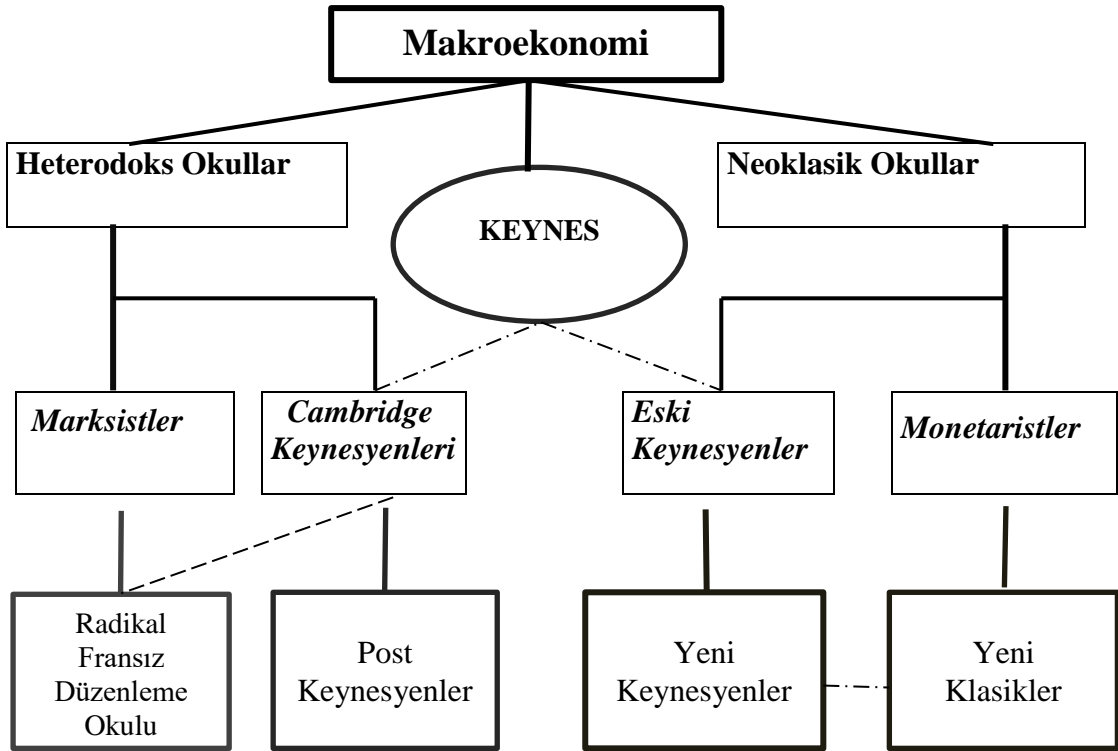
İKİNCİ BÖLÜM

POST-KEYNESYEN YAKLAŞIMDA FİNANSALLAŞMA

1. POST-KEYNESYEN İKTİSADIN KÖKENİ, ANA ÖNERMELERİ VE NEO KLASİK İKTİSAT İLE ARASINDAKİ PARADİGMASAL FARKLILIKLAR

Post Keynesyen iktisadın tarihini, modern makroekonominin kurucusu olan John Maynard Keynes'in *İstihdam, Faiz, ve Paranın Genel Teorisi*'nin yayınlanmasına kadar götürmek mümkündür. 1930'lardan beri Keynesyen iktisat farklı okullar içinde yorumlanmıştır ve bu okullardan en önemlilerinden olan Post Keynesyen okulun kökeni Cambridge ekonomistlere dayanır. Cambridge grubu olarak bilinen iktisatçılar, Keynes'in yanı sıra Post Keynesyen Okulun kurucularından Michal Kalacki'den ve Piero Sraffa'nın teorilerinden etkilenmiş ve teorilerinin geliştirilmesinde bu üç ismin etkisinde kalmışlardır. Bu grup içerisinde Joan Robinson, Richard Kahn ve Nicholas Kaldor da bulunmaktadır. Başka önemli isimler ise ikinci grup olarak bilinen Paul Davidson, Sidney Weintraub ve Hyman Minsky gibi American grubuna dahil Post Keynesyen iktisatçılardır (Palley, 1996: 8). Üçüncü grup Post Keynesyenler ise M. Lavoie, S. Dow, P. Arestis, M. Sawyer, W. Chick, L.R. Wray gibi iktisatçılardır. Bu iktisatçılar yakın zaman çalışmalarıyla bu okulun temsilciliğini ve savunuculuğunu üstlenmektedir (Karaduman, 2003: 3). Keynes'in izinden giden Post Keynesyen iktisatçılar, Neoklasik iktisada ters düşen varsayımlarından dolayı *radikal iktisatçılar* olarak anılmaktadırlar (Palley, 1996: 8). Ayrıca Post Keynesyen iktisadın gelişmesinde ve okulun kendisini ifade etmesinde *Journal of Post Keynesyen Economics* dergisinin büyük katkısı olmakla birlikte *Australian Economic Papers*, *Cambridge Journal of Economics* gibi dergilerin de bu aktarımda önemli bir payı vardır.

Şekil 3'te de görüldüğü gibi Post Keynesyen İktisat Okulu diğer heterodoks okullar gibi Neoklasik okul varsayımlarına karşıt bir görüşe, metodolojiye ve yönetime sahiptir. Post Keynesyenlerin kökeni Cambridge Keynesyenlerine dayanmaktadır. Tarihsel gelişim sürecinin temelinde Keynes ve onun çağdaşlarının olduğunu söylemek mümkündür. Daha önce de bahsettiğimiz gibi Post Keynesyen iktisadın ana dayanak noktasını Keynes'in Genel Teorisi'nden (1936) aldığı genel kabul görmektedir.



Kaynak: Lavoie, 2009.

Şekil 3 Post Keynesyenlerin Makroekonomik Düşünce Okullarındaki Konumu

Chick (1995: 20), bu konuda Post Keynesyen iktisadın köklerinin Keynes ve Kalecki'den ilham aldığını ve onların entelektüel varisi olduğunu ifade ederek Post Keynesyen çalışmaların üç amacı (unsuru) olduğunu söylemiştir:

1. Keynes'in ve Kalecki'nin ve onların eski yandaşlarının görüşlerini iyileştirmek,
2. Bu görüşlerin Keynes'in Genel Teorisi (1936)'nın sınırlarının ötesine yayılmasını sağlamak,
3. Keynesyen devrimi tamamlamaktır.

Başka bir deyişle Chick (1995)'te vurguladığı gibi Post Keynesyen iktisadın temel amacı aslında Keynesyen analizi geliştirip yaygınlaştırmak ve Keynesyen devrimi tamamlamaktır. Bu doğrultuda Post Keynesyen iktisat bunu yaparken gerçek dünyayla ilişkilere bakmakta ve teoriyle uygulamanın uygun olması gerektiğini vurgulamaktadır. Neoklasik iktisadın ortaya koyduğu hayali modellerden ziyade daha somut yaklaşımla gerçek dünyayı açıklama çabası içine girmektedir. Bu sebeple Post Keynesyen okulun

varsayımlarının ve ilkelerinin daha iyi anlaşılması amacıyla Post Keynesyen yaklaşım ile Neoklasik yaklaşım varsayımları karşılaştırmalı olarak ilişkilendirilecektir.

Tablo2
Heterodoks ve Ortodoks (Neoklasik) Okulların Varsayımlarına İlişkin Paradigmasal Farklılıklar

Varsayım	Heterodoks Okullar	Ortodoks Okullar
Epistemoloji/ Ontoloji	<i>Realizm</i>	<i>Enstrümantalizm</i>
Metot	<i>Organiklik, Bütüncülük (holizm)</i>	<i>Bireycilik</i>
Rasyonalite	<i>Makul (sınırlı) rasyonalite</i>	<i>Yüksek (sınırsız) rasyonalite</i>
Ekonomik çekirdek	<i>Üretim, büyüme</i>	<i>Mücadele, kıtlık, tayinlama</i>
Politik çekirdek	<i>Düzenlenmiş piyasa (devlet müdahalesi)</i>	<i>Serbest piyasa</i>

Kaynak: Lavoie, 2014: 12.

Tablo 2’de Heterodoks okullar ile Ortodoks okullar arasındaki paradigmasal farklılıklar kısaca özetlenmektedir. Bu paradigmasal farklılıklar; iktisadın araştırma yöntemlerini, araştırma konularını, çözümüleme tekniklerini ve politika önerilerini derinden etkilemektedir. Heterodoks okulun paradigmasal farklılıklarının temelinde Neoklasik görüşten farklı olarak gerçekçilik, bir dereceye kadar organiklik, makul rasyonalite, üretim ve büyüme odaklı ekonomik çekirdek ve piyasaya devlet müdahalesi vardır (Lavoie, 2011: 11). Aynı zamanda Post Keynesyenler paradigmasal ön kabulleriyle ilişkili olarak iki temel yaklaşımla da Neoklasik varsayımdan ayrılmaktadır.

Ballard (1995)’e göre, Keynes gibi Post Keynesyenler de genel olarak Neoklasik iktisattan iki farklı inançla ayırt edilebilir. Birincisi, Keynes ve Post Keynesyen anlayışta bir ekonominin sağladığı fiziksel ürün miktarını o ekonomide var olan efektif parasal talep yoluyla belirlemesi; ikincisi de para arzının bir ekonomide içsel olarak belirlenmesidir. İlk olarak saydığımız efektif talep ilkesi Say’ın *her arz kendi talebini yaratır* şeklindeki arz yanlı yaklaşımına aslında *talep arzı belirler* şeklindeki talep yanlı analizdir. Neoklasik analize göre büyümenin arz yanlı ve teknolojik donanıma bağlılığına karşın Post Keynesyen analizde, ekonomik büyümenin talep yanlı teziyle

temel farklılığı oluşturmaktadır. Efektif talep Post Keynesyenler için ekonomiyi yönlendiren ana etmen olarak düşünölmekte aynı zamanda Keynes ve Kalecki'nin önem verdiği gibi efektif talebi ekonominin yapıtaşı olarak vurgulamaktadır. Bu nedenle de efektif talep; öncelikle gelir dağılımı, istihdam, girişimcinin '*animal spirits*'i, reel üretim ve ticaret açığı gibi fonksiyonlarda önemli bir rol oynamaktadır. İkinci farklı inanç ise Post Keynesyen analizde para arzı içsellığının önemidir. Buna göre para arzı ekonomide içsel olarak bankacılık sistemi tarafından oluşturulur. Post Keynesyen yatırımların finansmanı anlayışıyla örtüşen nitelikli kredilerin finanse ettiği ekonomik faaliyetler neticesinde de üretim çapı etkilenir (Ballard, 1995: 325; Chick, 1995: 20).

Tablo 3'ten de belirtildiğı gibi Post Keynesyen iktisadın temel amacı, gerçek dünyayı ampirik bulgularla açıklamaya çalışmak ve iktisadi teorilerin gerçek yaşamla ve bunların gerçek dünyada nasıl işlediğini anlamaya odaklanmaktır. Post Keynesyen iktisat mevcut iktisadi sistemlerin işleyişini kavrayarak mevcut iktisadi problemlere yönelik araçlar geliştirmeyi amaçlamaktadır (Kutlu ve Horvarth, 2017: 109). Bu sebeple çalışmada öncelikle gerçek dünyanın doğasına uygun teoriler geliştirmek, teoriyle gerçek dünyanın uygunluğunu sağlayarak gerçek dünyanın derinlikli yüzünün anlaşılabilmesi için önem arz eden Post Keynesyen okulun temel fonksiyonları ve finansla yönelik bakış açıları ele alınacaktır. Devamında ise finansallaşmanın makroekonomik etkilerine yönelik kritik bir öneme sahip olması sebebiyle Post Keynesyen modellerden bahsedilecektir.

Tablo 3
Post Keynesyen Teorinin Temel İlkeleri¹⁸

Boyut	Post Keynesyen Teori	Neoklasik Teori
Dinamik özellikler	Belirli bir uzun dönem büyüme hızının dışında devresel dalgalanmaların olması mümkündür.	Büyüme ve istikrarlı bir genişlemede yaşanan geçici sapmalar piyasa mekanizması ile kendiliğinden dengeye gelir.
Gelir dağılımının açıklanması	Kurumsal yapılar, ücret ve kar payları arasında tarihsel süreçte oluşan bir gelir dağılımı belirler. Bu gelir dağılımındaki değişimler, büyüme hızındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır.	Gelir dağılımının ana kaynağı marjinal fayda teorisidir. Gelirin üretimdeki faktörler arasında nasıl bölüşüldüğü ve faktör fiyatları üzerinde durulmaktadır.
Varsayılan mevcut bilgiye ulaşım	Sadece geçmiş biliniyor, gelecek ise belirsizdir.	Olası tüm olaylarla ilgili tam bir öngörü mümkündür.
Analizin tam olması için gerekli koşullar	Tasarruf yatırıma eşit olmalıdır. Yatırımlar tasarrufu belirler.	Piyasalarda arz ve talep eşitliği dengeye gelir ve piyasalar temizlenir.
Mikroekonomik temel	Tekelci eğilimler içeren aksak piyasa	Tam rekabet piyasası ile ücret alıcı mikro kuruluşlar
Teorinin amacı	Gerçek dünyayı ampirik boyutlarla açıklamak	

Kaynak: Eichner ve Kregel, 1988: 27.

1.1. Post Keynesyen Yaklaşımda Ergodik Olmayan Sistem ve Belirsizlik

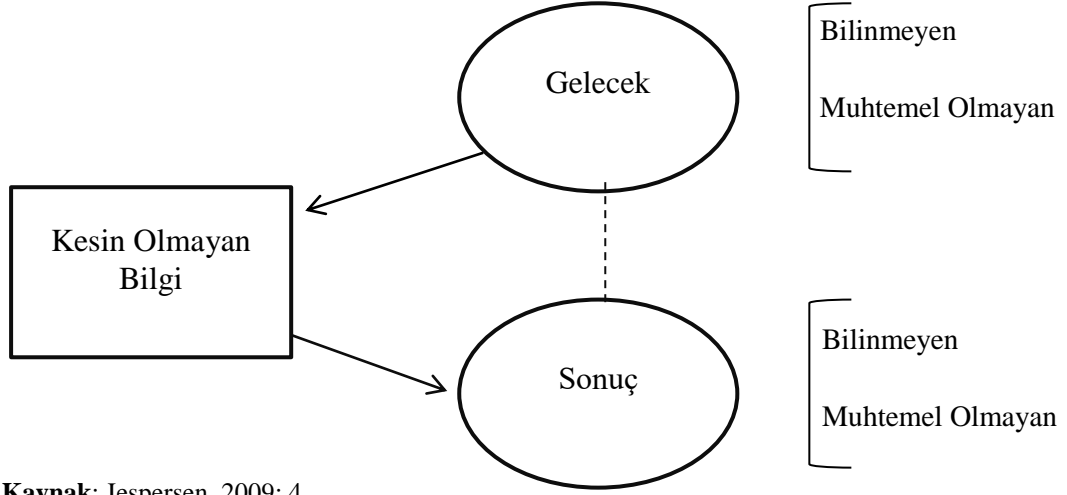
Neoklasik iktisadın metodolojisinde¹⁹ ergodiklik temel unsurdur. Ergodik aksiyomda olasılıkta belirsizlik yoktur ve geçmişin verisiyle gelecek belirlenebilir çünkü ergodiklik bilginin olduğu bir durumdur. Fakat Post Keynesyen metodolojisinin özelliği (*non-ergodic*) ergodik olmayan özelliği Neoklasik teoriden farklıdır. Post Keynesyen sistemde gelecek belirsizdir; bu yüzden geçmişin verileriyle gelecek tam olarak hesaplanamaz (Esen, 2007: 31).

Ergodik süreçlerle geçmiş, gelecek için veri kabul edilmekte bu sebeple *Rasyonel Beklentiler Hipotezi* etkin ve mantıklı olarak kabul edilebilir. Fakat ergodik olmayan süreçlerde geçmişe ilişkin verilerle geleceği tahmin etmek mümkün değildir. Bu nedenle Post Keynesyenler, iktisadi ajanların gerçek dünyada nasıl çalıştığını anlamaya çalışırlar. Ergodik olmayan süreçlerde belirsizliğin karar alma süreçleri ve beklentiler üzerinde önemli sonuçları vardır. Geleneksel anlamda beklentilerde sapma olmaması denge için önemlidir. Denge sağlanması için verilen iktisadi kararların

¹⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz., Lavoie, 2011: 6.

¹⁹ Metodoloji, iktisadi analiz yöntemlerinin seçiminde kullanılan bilimsel yöntem çalışmasıdır.

beklentilerle uyuşması gerekir. Bu bağlamda Neoklasik iktisat ekonomiyi ergodik sistemle analiz etmektedir (Holt, 2007; aktaran Kutlu ve Harvart: 2017: 113).



Kaynak: Jespersen, 2009: 4.

Şekil 4 Post Keynesyen Teori Bağlamında Belirsizlik Kavramı ve Gelecek

Şekil 4'te Post Keynesyen iktisat okulunun belirsizlik altında, asimetric enformasyona sahip bireylerin beklentileri ve eylemlerinin gelecek zamandaki sonuçları görülmektedir. Post Keynesyen analizde belirsizlik ön plandadır ve bu koşullar altında bireylerin ya da iktisadi ajanların karar verdikleri varsayılmaktadır. Arestis vd. (1999: 536)'ya göre Keynes'in analizinde ergodik olmayan zaman ve belirsizlik (*dark focus of time and uncertainty*) olguları önemli bir yer tutmaktadır ve bu kavramlar Post Keynesyen analizde temel metodolojik kavramları oluşturmaktadır. Analiz, bireylerin iktisadi kararlarını belirsizlik koşulları altında gerçekleştirdikleri varsayımına dayanmaktadır. Belirsizlik de bireylerin ya da iktisadi ajanların tüketim, yatırım gibi önemli kararlarını etkileyen büyük bir etken olmakla birlikte öngörülemez olumlu ya da olumsuz ekonomik koşullar altında yatırımı kesin olarak etkileyen 'animal spirits'leri gelir dağılımını ve istihdam oranlarını da belirlemektedir (Crotty, 1980: 22; Monvaisin ve Rochon, 2009: 44).

1.2. Post Keynesyen Yaklaşımında Finansal Piyasalara ve Finansın Rolüne Yönelik Yaklaşımlar

Post Keynesyen yaklaşım, finansı hakim görüş olan Neoklasik yaklaşımdan daha kapsamlı olarak ele almıştır. Neoklasik yaklaşımda finans, para ve yatırım arasında tam bilgi, tam rekabet ve rasyonellik varsayımları üzerine kuruludur. Bu varsayımlar altında finans, piyasaların düzenli bir şekilde işlemesi için sorun yaratmaz çünkü piyasalarda bilgi kısıtı, zaman tutarsızlığı problemi, belirsizlik ve risk bulunmamaktadır. Ayrıca tüm hanehalkının gelirlerinden bağımsız, eşit marjinal tüketim eğilimine sahip olduğu varsayımından hareketle güç ve gelir dağılımı problemi yoktur ve işgücü piyasasında tam rekabet koşulları mevcuttur (Argitis, 2008: 73).

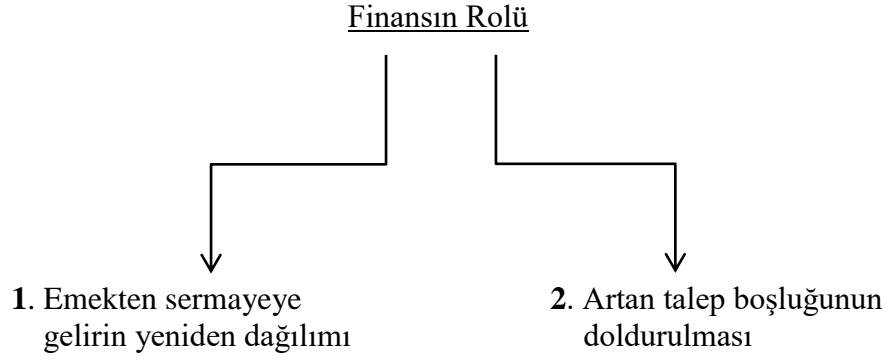
Neoklasik yaklaşımda finansın rolü, ekonomiye olumlu etkileri bağlamında önemlidir çünkü finans, yaratıcı ve yenilikçilerin hayallerini gerçekleştirmelerinde yardımcı olmaktadır. Ayrıca finansın genişlemesi ve çeşitlenmesiyle ekonomik etkinlik artabilmektedir. Finansal araçların çeşitlenmesiyle, yatırımcılar riski dağıtabilecek ve kendileri için en yüksek getiriyi sağlayabileceklerdir (Shiller, 2003: 1). Böylece finansal piyasalar tasarrufları yatırımlara yönlendirerek, ekonomide en iyi kaynak dağılımını sağlayacaktır. Piyasalarda tam bilgi ve tam rekabet koşullarının varsayıldığı belirsizliğin olmadığı koşullarda, finansal piyasalar sermayeyi en verimli alanlara yönlendirecek ve maksimum getiri alınmasını sağlayacaktır.

Özetle, Neoklasik iktisat teorilerinde finans, ekonominin ihtiyaçlarına cevap veren kaynakların daha etkin dağılımını sağlayarak ekonomide etkinliği arttıran bir role sahiptir (Orhangazi, 2017: 33).

Neoklasik iktisadın finansın genel etkileri bağlamında çok ayrıntılı analiz yapmadığını ve ekonomik süreç içinde genellikle finansallaşmanın olumlu etkileri üzerinde durduğunu söyleyebiliriz. Fakat Post Keynesyen yaklaşım, finansın rolünün ve etkilerinin farklı yönlerine odaklanmakta ve bu etkileri modelleyerek finansallaşma literatürüne önemli katkılar sunmaktadır. Örneğin Thomas Palley (2007), finansal piyasalardaki gelişmelerin makroekonomik düzen ve gelir dağılımındaki etkileri yönünde vurgu yapmıştır. Finansal piyasalardaki kısıtın kaldırılmasıyla finansmana erişim artmış, finans piyasalarının etkinliğinin artması sebebiyle de finans sektörünün reel sektöre göre öneminin artmasına ve hanehalkı borçlanma oranının yükselmesine

sebepler olmuştur. Bu gelişmeler ekonominin kaderini değiştirmiştir. Finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal elitin ekonomik politika ve çıktı üzerinde daha etkili hale gelme süreci olarak tanımlanan finansallaşma olgusunun, devam eden son 20-30 yıllık dönemde hanehalkının borç-gelir oranıyla şirketler kesiminin borç-öz kaynak oranı hızlı bir şekilde artmıştır (Palley, 2007: 1-3).

Palley ayrıca finansın değişim süreci içinde iki yönlü rolü olduğunu ifade etmiştir: Birincisi, finansal olmayan firmaların davranışlarını değiştirmiştir ve ekonomi politikaları finansal ve finansal olmayan şirketlerin ticari çıkarlarını destekleyici argümanlar yaratmıştır. Emekten sermayeye doğru gelirin yeniden dağılım mekanizmasını sağlamıştır. İkinci olarak ise hem hanehalkı hem de finansal olmayan sektörlerde finansmana erişim üzerindeki kısıtlamaları gevşeterek ve varlık fiyatlarını arttırarak yükselen talep açığını kapatmak olmuştur.



Kaynak: Palley, 2013:19.

Şekil 5 **Finansın Rolü**

Post Keynesyen yaklaşım finansın artan etkinliği bağlamında gelir dağılımı ve büyüme oranları üzerindeki etkilerine, finansal ve finansal olmayan firmaların yatırım davranışlarına, hanehalkı tüketimi ve borçlanmasına ağırlık vermiş ve bu konuda çalışmalar yapmıştır. Yapılan çalışmalar doğrultusunda finansallaşmanın bahsedilen etkileri ekonomide negatif etkileri üzerine olmakla birlikte bu durum Keynesyen okulun finans kesimine önem vermediği anlamına da gelmemektedir. Keynesyen görüşte para önemlidir. Finans sistemi açısından önemli olan para, ödemelerin daha sonra yapılmasında aracı olan sözleşmelerin de varlığıyla artış göstermektedir. Çağdaş kapitalist sistemde bankaların gelişmişliğiyle paranın içselliği (piyasaların kendi

kendine para üretme gücü) arasında doğru orantı vardır. İktisadi birimlerin yapmış olduğu sözleşmeler ile kredi paranın önem taşıdığı bir ortamda da para arzının içselliği savunulmaktadır (Snowdon ve Howard, 2005: 460; Paya, 1998: 369). Bu yönüyle para arzı, bankacılık sistemi üzerinden fonksiyonel ilişkiler bağlamında kurulmuş ve finansal kurumların (bankaların) yatırımlar üzerindeki etkisi önemsenmiştir (Paya, 1998: 369).

Keynes (1937: 669), bankaların bu kritik rolünü şöyle dile getirmektedir: *“bankalar daha düşük bir faaliyet düzeyinden daha yüksek bir faaliyet düzeyine geçişte kilit bir konuma sahiptir. Eğer bankalar fon sağlama imkanlarını kısıtlarlarsa, kısa vadeli kredi piyasasında tıkanıklık yaratacak; bu sebeple de faaliyet hacminin genişlemesini engelleyecektir.”* Ayrıca Keynes Genel Teorisi’nde bankaların kredi vermesinin üç eğilimi ortaya çıkardığını söylemektedir: 1. Üretimde çıktı hacmi yükselme eğilimi gösterir. 2. Marjinal üretimin değeri artma eğilimi gösterir. 3. Çoğu zaman istihdamın iyileşmesine etki eden ücret biriminin nominal tutarında yükselme eğilimi gösterir (Keynes, 1969: 77). Bu eğilimlerin bankaların kredi genişlemesinden kaynaklı üretim hacminin çoğaldığının kendine özgü ayırıcı bir nitelik olarak ifade etmektedir ve Keynes bankacılık sektörünün niteliksel önemini vurgulamaktadır. Nitekim, Keynesyen teoride finans sistemi para arzının oluşumunu etkileyen bir faktör olması sebebiyle önemlidir.

Finans kesiminin yatırım üzerindeki öneminden yola çıkarak Post Keynesyen yaklaşıma göre finansın yatırım üzerinde kritik bir önemi vardır çünkü yatırım, büyüme ve onun gelir dağılımı üzerindeki konjonktür ve fiyatlamada etkin bir role sahiptir. Bununla birlikte yatırım harcamalarının finanse edilebilme gerekliliğinden doğan finansal piyasaların doğası gereği kredi paraların yaratılması söz konusudur. Genişleyen sermaye teçhizatı ile yaratılan kaynaklar toplam talebin bileşeni olarak Kaleckiye ve Keynesçi geleneklerde yatırım harcamaları üzerinde pozitif bir etki yaratır. Bu ayrıca Post Keynesyen analizin vurguladığı gibi bankacılık sistemi tarafından kredi yoluyla paranın içsel olarak yaratılmış olmasıdır (Arestis, 1997: 15).

2. POST-KEYNESYEN MAKROEKONOMİK PERSPEKTİFTEN FİNANSALLAŞMA

Post Keynesyen iktisatçılar finansın artan rolüne ilişkin yapmış oldukları çalışmalarında finansallaşmanın farklı odak noktaları üzerinde durmuşlardır. Bazı Post Keynesyen iktisatçılar daha çok Stockhammer (2004), Crotty (2005), Skott Ryoo (2000) finansallaşmanın makroekonomik sonuçlarına odaklanmıştır. Bunu da finansal olmayan firma ya da kurumların finansal piyasa ilişkilerinde yaşanan değişimi öne sürmek için kullanmışlardır. Bazı yazarlar da finansallaşmayı Orhangazi (2008), Lazonick ve O’Sullivan (2000) gibi mikro düzeyde incelemişler ve finansallaşmanın finansal piyasa ve kurumlar üzerindeki etkilerini vurgulamıştır. Post Keynesyen iktisatçılar finansallaşmanın özellikle büyüme, bölüşüm ve yatırım bağlamındaki çalışmaları üzerinde durmuştur. Bunu da teorik olarak modelleyen ve kapsamlı bir analiz sunan Kalecki’nin 1930’lu yıllardaki çalışmalarından etkilenerek geliştirmişlerdir. Bu sebeple çalışmanın devamında Post Keynesyen gelir dağılımı üzerinde büyük bir etki yaratan Michal Kalecki (1971)’nin bölüşüm ve toplam talep analizi modellemesine ve bu çalışma temel alınarak oluşturulan Palley (2009) ve Stockhammer (2004)’in modellemelerinden, finansallaşmanın makroekonomik etkilerine ilişkin kritik bir öneme sahip olması sebebiyle bahsedilecektir.

2.1. Bölüşüm ve Toplam Talep Analizi

Post Keynesyen analizde, yatırım harcamaları ve dolayısıyla gelir dağılımı büyümenin temel belirleyicisi olarak görülmektedir. Post Keynesyen gelir dağılımı üzerinde en büyük etkiyi yaratan Kalecki, analizinde yatırım, fiyatlar ve gelir dağılımı üzerinde durmuştur. Kalecki’nin analizine göre milli gelir kapitalistler ve işçiler arasında “ücret geliri” ve “kar geliri” olarak bölüşülmektedir. İşçiler kazandığını tüketmektedir ve tasarruf yapmamaktadır. Kapitalistler de karlarından tüketim ve yatırım harcamaları yapmaktadır. Milli gelirin bu iki grup arasında oransal olarak negatif yönlü olarak ayrışması gelir dağılımını olumsuz etkilemekte ve buna bağlı olarak da talepteki düşüş sebebiyle büyüme hızı olumsuz etkilenmektedir (Kalecki, 1971: 36). Yukarıda bahsettiğimiz bağlantının analizini yapmak için Kalecki’nin argümanları bölüşüme ilişkin kullanışlı bir çerçeve sunmaktadır (Kalecki, 1971):

$$Y = P + W \quad (1)$$

Denklem (1)'de, Y: milli gelir; P: kapitalistlerin geliri olan toplam gayrisafi karları; W: işçilerin geliri olan ücret ödemelerini göstermektedir. Buna göre gelir, kapitalistlerin karları ile ücret ödemelerinin toplamından oluşmaktadır yani gelir kapitalistler (P) ve işçiler (W) arasında bölüşülmektedir. İşçiler ücret (W), kapitalistler ise faiz, kar, temettü ve rantı içeren kar (P) elde etmektedir. O halde milli gelir denkleminin, tüketim harcamaları ve yatırımın toplamına eşit olduğundan hareketle;

$$Y = P + W = C_w + C_\pi + I \quad (2)$$

Denklem (2)'de, C_w : işçilerin tüketim harcamalarını; C_π : kapitalistlerin tüketim harcamalarını; I: yatırımları ifade etmektedir.

$$C_w = W \quad (3)$$

Denklem (3) ise işçilerin gelirlerinin tamamını tükettiğini ve hiç tasarruf etmediğini varsaymaktadır.

$$P = C_\pi + I \quad (4)$$

Denklem (4)'te ise, denklem (3)'te belirtildiği gibi işçilerin kazandıklarını harcamasından dolayı; toplam gayrisafi kar (P), kapitalistin tüketimi (C_π) ve yatırımların (I) toplamına eşittir. Başka bir deyişle denklemin ifade ettiği karların, kapitalistin karından yaptığı harcamaların (C_π) ve sermaye stoğuna yapılan yatırımdan oluşmasıdır. Kalecki bu denklemi sağdan sola doğru okuma yolunu seçer ve kapitalistlerin ne kadar tüketebileceklerine ve ne kadar yatırım yapabileceklerine karar verebileceklerini fakat ne kadar kazanacaklarına karar veremeyeceklerini belirtmektedir (Hein, 2015: 6).

$$C_\pi = c_\pi P \quad 0 \leq c_\pi < 1 \quad (5)$$

Hein (2015: 6) ise Kalecki'nin analizini kapitalistin tüketim harcamalarını karla orantılı olduğu varsayımından hareketle genişletmektedir. Denklem (5)'te kapitalistin marjinal tüketim meyline göre kapitalistin harcamalarını göstermektedir. Denklem (5), denklem (4)'e eklenerek ekonomide bir bütün olarak karın seviyesi denklem (6)'daki gibi ifade edilmektedir.

$$P=I/1-c_{\pi}=I/s_{\pi} \quad 0 \leq c_{\pi} < 1 ; 0 < s_{\pi} \leq 1 ; \quad s_{\pi} = 1 - c_{\pi} \quad (6)$$

Denklem (6)'da, c_{π} : kardan yapılan tüketim eğilimini; s_{π} : kardan yapılan tasarruf eğilimini sembolize etmektedir. Bu sebeple karlar, kapitalistin sermaye stoğuna yatırımları ve karın tüketim ya da tasarruf eğilimine göre belirlenir. ($s_{\pi}=1-c_{\pi}$). Denklemde karın milli hasılanın bileşeni olduğundan yola çıkarak, karların toplamını içeren Kaleckiye çarpanını elde ediyoruz. Toplam karın gelir içindeki payını 'h' parametresi olarak da bir sonraki denkleme ilave edersek:

$$Y=I/(1-c_{\pi})h=I/s_{\pi}h \quad (7)$$

Denklem (7)'de gösterilen kapitalistlerin yatırım harcamalarını milli gelir ile ilişkilendiren ikinci bir Kaleckiye çarpanıdır. Bu çarpan mekanizmasına yatırım harcamalarının çarpan etkisi, milli gelirdeki kar payı ve kardan tasarruf eğiliminin tersi yönde ilerlemektedir. Bu nedenle Kaleckiye yaklaşım hem "tasarruf paradoksu" içerir hem de "maliyet paradoksu" içerir. Diğer bir deyişle Kaleckiye analize göre tasarruflardaki artış oranları karı ve milli geliri düşürme eğilimindedir. Aynı zamanda ücrete oranla daha yüksek kar oranlarının artmasının gelir dağılımında dengesizlik yaratarak bu durumun milli hasıla üzerinde yaratacağı etkilerin de olumsuz olacağını öngörmektedir (Hein, 2015: 7).

Temel önerme esasında ücretin milli gelirden aldığı pay ile tüketim harcamaları arasında basit bir ilişkiyi içermektedir. Ücretin milli gelirden aldığı paydaki azalma durumunda tüketim harcamaları üzerinde olumsuz bir etki meydana getirmektedir. Kapitalistin karından harcama meylinin, işçinin ücretinden olan harcama meylinin düşük olması sebebiyle ücretlerdeki azalış tüketime yönelik toplam talebi azaltacaktır. Bu süreç klasik iktisatçılar tarafından tartışılmış ve ücretin azalan oranlarının kar oranlarında artış yaratacağını ifade etmişlerdir. Buna göre kar oranlarındaki artış yatırım oranlarını da yükseltecektir. İki farklı görüş bağlamında denilebilir ki ücret payındaki bir değişimin toplam veya net etkisi teorik olarak belirsizdir ve ayrıca tüketim, yatırım ve net ihracat değişkenlerinin büyüklüğüne bağlıdır (Stockhammer, 2015: 942).

İfade ettiğimiz Klasik Kaleckiye modelinde ücret payındaki artış her zaman talepte artışa yol açacaktır. Bhaduri ve Marglin (1990) ise Kaleckiye ücret yanlı analize *kar yanlı analizi* de dahil ederek toplam talebin kar yanlı mı ya da ücret yanlı mı

olduğundan hareketle tartışmayı Post Kaleckiye düzleme taşımıştır. Tablo 4’de görüleceği üzere kar yanlı bir rejimde ücret payında meydana gelebilecek bir artış toplam talepte negatif bir etki yaratacaktır. Fakat ücret yanlı bir rejimde ücret payındaki artış daha yüksek toplam talebe neden olacaktır. Ücret yanlı rejimin tüketim etkisi kar yanlı rejimden daha yüksek olacaktır. Keynes’in de ifade ettiği gibi “*ücretler neoliberal yaklaşımların söylediğinin aksine sadece maliyet unsuru değildir aynı zamanda talebin kaynağıdır.*” Bhaduri ve Marglin bu çalışmalarlarıyla Kaleckiye hipotezinin ulaştığı noktayı *talep sebebiyle ekonomi ücret yanlıdır* diyerek netleştirmektedir (Onaran ve Stockhammer, 2008: 209-210; Stockhammer, 2015: 943).

Tablo 4
Kar Odaklı ve Ücret Odaklı Rejimlerin Tanımı

		Ekonomi Üzerindeki Genel Etki	
		Genişletici	Daraltıcı
Gelir dağılımındaki değişimin toplum üzerindeki etkisi	Kar payındaki artış	Kar- odaklı rejim	Ücret- odaklı rejim
	Ücret payındaki artış	Ücret- odaklı rejim	Kar- odaklı rejim

Kaynak: Lavoie ve Stockhammer, 2012: 9.

Kaleckiye analizde vurgulanmaya çalışılan bölüşüm ve toplam talep arasında bir ilişki olduğudur. Bu ilişkinin önemini Post Keynesyen iktisatçılar Kaleckiye teorik bağlamında oluşturduğu analiziyle bağlantı kurarak çalışmışlardır. Kalecki analizindeki temel önerme işçi sınıfı ücret payı ile kapitalist sınıfın kar payının milli gelirden oransal olarak nasıl dağıldığıdır. Kalecki’nin ücret yanlı analizi, ücret payının artması durumunda, işçilerin tüketim meylinin daha yüksek olduğundan yola çıkarak tüketimin ve buna bağlı olarak da toplam talebin artacağı yönündedir. Artan talep de ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır. Kalecki’nin ücret yanlı analizine kar yanlı analizi de dahil eden Bhaduri ve Marglin, toplam talebin kar yanlı mı yoksa ücret yanlı mı olduğundan yola çıkarak ulaştığı noktayı “*talep sebebiyle ekonomi ücret yanlıdır*” diyerek netleştirmiştir. Nihayetinde Neoklasik yaklaşımın iddia ettiğinin aksine ücretler sadece maliyet unsuru değil aynı zamanda da toplam talebin bir bileşenidir.

2.2. Gelişme Evreleri Yöntemi

Palley (2009), finansallaşmanın makroekonomisini incelediği çalışmasında, finansallaşmayı *gelişme evreleri*²⁰ yöntemiyle, Kaleckiye modele dayanarak açıklamaktadır. Finansallaşmanın gelişimini yöneten süreç uzundur ve uzun periyodlar boyunca gelişir. Bazı aşamaları genişletici olduğu gibi bazı aşamaları daraltıcı olabilir ve bu daraltıcı aşamalar da ekonomik çalkantılara sebep olmaktadır (Palley, 2009: 34).

Palley analizinde mark-up fiyatlama, gelir farklılıklarından ziyade kurumların değişen finans davranışlarına (firmaların temettü ödemelerinin değişimiyle birlikte yatırımı finanse etme şeklindeki değişiklikleri) ve borç birikimindeki değişen yapıya dikkat çekmiştir. Ayrıca modeldeki yenilik, Kaleckiye tarafından göz ardı edilen borsa (finans) servetinin tüketim fonksiyonuna dahil edilmesinde ekonominin ücret yanlı mı ya da kar yanlı mı yönetildiği konusunda önemli etkileri vardır. Bu etkiler ekonomide tüketim üzerinde geniş zenginlik etkisi yaratıyorsa, ekonomi muhtemelen kar yanlıdır. (Palley, 2009: 37):

$$Y = aN \quad (1)$$

Denklem (1)'de, Y: üretim, a: işçi başına verim, N: istihdam oranını göstermektedir. Denklem standart doğrusal toplam üretim fonksiyonunu ifade etmektedir.

$$s_w + s_p = 1 \quad 1 > s_w > 0; \quad 1 > s_p > 0 \quad (2)$$

Denklem (2)'de, s_w : ücret paylarını ve s_p : kar payını göstermektedir. Devam eden denklem (3)'de ücret payının (s_w) ücret gideri (wN) ile ilişkisidir.

$$wN = s_w Y \quad (3)$$

$$P = s_p Y \quad (4)$$

Denklem (4), toplam kar (P) ile kar payı (s_p) arasındaki ilişkinin denklemidir. Tüketim ve yatırım harcamalarının mal piyasası takas koşulunun ifade edildiği denklem (5)'te ise C: tüketim harcamalarının, I: yatırım harcamalarının parametreleridir.

²⁰ Gelişme evreleri yaklaşımı Chick (1993) bankacılık sistemlerini ele aldığı yaklaşımıyla ve Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ile uyumlu analizler içermektedir.

$$Y=C+I \quad (5)$$

$$C = \alpha_0 + \alpha_1 bwN + \alpha_2 [1 - b]wN + \alpha_3 R + \alpha_4 V \quad (6)$$

$$I \geq \alpha_1 \geq \alpha_2 \geq \alpha_3 \geq \alpha_4 \geq 0 \quad I > b > 0$$

Denklem (6) ile gösterilen toplam tüketim fonksiyonudur. Ücret giderlerinin işçi payı (b); firmaların rantiyelere temettü, faiz ödemelerine (R) ve firmanın borsa ödemelerine bağlıdır. Ücret, işçiler (b) ve yöneticiler (1-b) arasında bölüşülür. İşçilerin tüketme eğilimi (α_1), yöneticilerin tüketme meylinde (α_2) büyüktür. Rantiyelerin de kardan tüketme eğilimi (α_3), serveti tüketme eğiliminden (α_4) büyüktür (Palley, 2009: 38).

$$I^* = \beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q \quad (7)$$

$$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3 > 0$$

Denklem (7) arzu edilen yatırım harcamalarının denklemidir. Bu da üretim, kar ve hisse senedi fiyatlarına yönelik olumlu beklentilere bağlıdır. Denklem (8) ile gösterilen ise borsa değerlendirme denklemidir. V: borsa piyasa değeri, q: borsa çoklu değerlendirme karlarını ifade etmektedir.

$$V=qP \quad (8)$$

$$g = g(I/Y); \quad g' > 0, \quad g'' < 0 \quad (9)$$

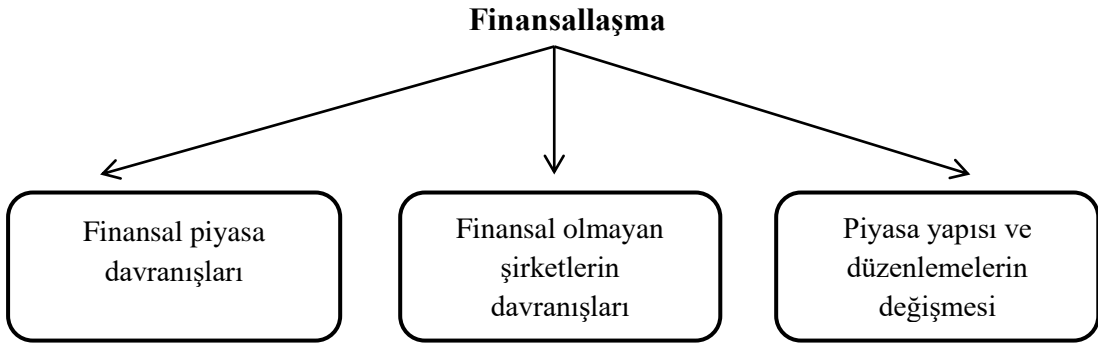
Denklem (9), yatırımların büyüme oranı üzerinde olumlu bir işlevi olduğunu gösteren basit bir büyüme modelidir. (Latin harfleri yapısal parametreleri, Yunan harfleri ise davranışsal katsayıları belirtir). Denklem (10) ise çıktıdaki artışın büyümeyi artıracığı yönündedir.

$$g = g([\beta_0 + \beta_1 Y + \beta_2 P + \beta_3 q] / Y) \quad (10)$$

Model, standart kısa süreli Kaleckiyen makro modeline, Kaleckiyen tarafından göz ardı edilmiş olan borsa servetinin tüketim fonksiyonuna dahil edilmiş şeklidir. Basit olması açısından devlet ve dış sektörler modelden çıkarılmıştır. Model, gerçek yatırım harcamaları (I), firmaların rantiyelere temettü ödemelerini (R) ve firmaların bunları nasıl finanse ettiğini belirleyen ek denklemler sunmaktadır. Ayrıca Palley, finansallaşmaya bağlı değişkenler kullanarak finansallaşmayı sadeleştirmiş ve tarihsel

bir anlatı oluşturmuştur. Palley modelde, Kaleckiye makroekonomiye yaklaşımda olduğu gibi kar payının önemine vurgu yaparak, kar payının tüketim ve yatırım harcamalarını çeşitli kanallardan etkilediğini ifade etmiştir. Finansallaşmanın ‘*gelişim evreleri*’ içinde farklı uzunluklarda olan evrelerin genişleme ve daralma dönemlerinde özellikle ekonominin kar odaklı çalışmasında, kar payı artış iştahı doğrultusunda finansallaşmanın bazı kanalları etkilediği gösterilmektedir (Palley, 2009: 37).

Palley (2009), finansallaşmanın etki kanallarını üç kanala ayırarak açıklamıştır. Şekil 6’da görüldüğü gibi birinci kanal, makroekonomik koşulları etkileyen finansal piyasa davranışlarıdır. İkinci kanal, finansal olmayan işletmelerin davranışlarındaki değişikliklerle ilgilidir. Bu kurumsal finansal politikalardaki değişiklikler, hissedarlara yapılan ödemeler ve finansman davranışları ile ilgili değişiklikleri içerebilir. Üçüncü kanal ise finansal kazanç için ekonomi politikasında yapılan değişikliklerle ilgilidir (Palley, 2009: 39).



Kaynak: Palley, 2009: 39.

Şekil 6
Finansallaşmanın Kanalları

2.3. Post Keynesyen Firma Teorisi²¹

Post Keynesyen firma teorisini Neoklasik yaklaşımdan ayıran temel özellik firmanın amacının sadece kar maksimizasyonu olmamasıdır. Bunun yanı sıra firmanın, pazar payının artması, firmanın büyümesi vb. gibi amaçları da vardır. Stockhammer bu argümanları analiz etmek amacıyla firmanın amacından yola çıkarak, *büyüme ve kar*

²¹ Ayrıca bkz. Dallery, T., 2009.

olarak iki değişkeni öne çıkarıp ve formüle etmektedir (Stockhammer, 2004; Stockhammer, 2008). Ayrıca Stockhammer bu iki değişken üzerinden, yöneticiler ve firma sahiplerinden farklı olarak uzun vadeli büyüme ve yatırıma odaklandığını, firma sahiplerinin ise kısa vadeli karlara odaklandığını vurguladığı analizinde, bu bağlamda (Stockhammer, 2008: 213);

$$U_M = U(g) ; \quad \text{yöneticilerin fayda fonksiyonu} \quad (1)$$

(g) ; ise yatırım ve büyüme,

$$U_O = U(r) ; \quad \text{firma sahiplerinin fayda fonksiyonu} \quad (2)$$

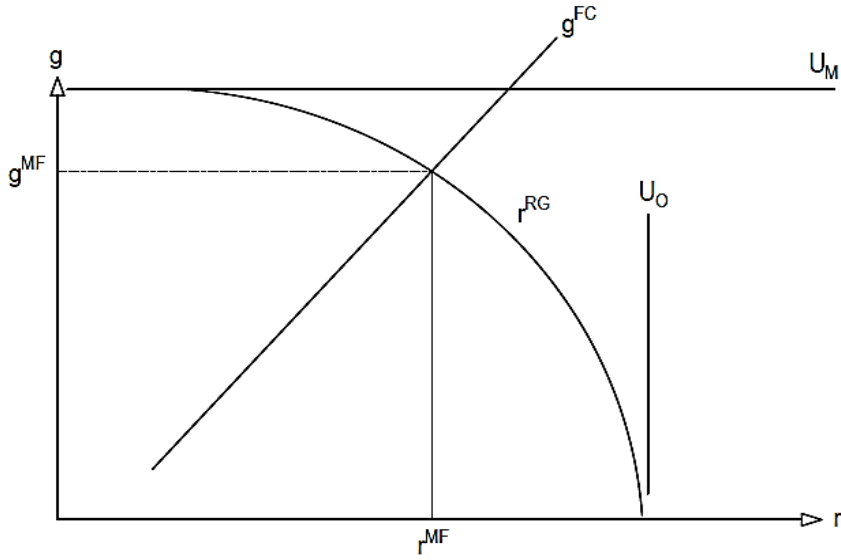
(r) ; ise kar oranıdır.

Stockhammer'ın burada açıklığa kavuşturmak istediğı iki noktadan birincisi, firma sahipleri ile finansal piyasaların kısa vadeli karlara odaklanmasıdır. Bu sebeple de piyasa odaklı finans sistemleri, banka odaklı finans sistemlerine göre ekonomik büyümede sabit yatırımlar üzerinde daha negatif bir etki yaratmaktadır. İkincisi ise 1980'li ve 1990'lı yıllardaki hisse senedi piyasalarında ve varlık fiyatlarında yükselişler yaşanması bununla birlikte *hissedar değeri (shareholder value)* kavramının ortaya çıkmasıyla firmaların yönetsel davranışları değişmiştir. Dolayısıyla firmaların karlara daha fazla ağırlık vermesi aynı zamanda belli bir büyüme seviyesini elde etmek için analize 'finans kısıtı' ve 'kar-büyüme tercihi kısıtı' girmiştir. Bunlar (Stockhammer, 2008: 213-214):

$$\text{Finans kısıtı:} \quad g_{FC} \leq g(r) \quad \text{ile} \quad g' > 0 \quad (3)$$

$$\text{Kar- büyüme tercihi:} \quad r_{RG} = r(g) \quad \text{ile} \quad r' < 0 \quad (4)$$

Stockhammer'a göre, bu kısıtlar bağlayıcı olmamakla birlikte, yönetimde etkili iki kısıt olan büyüme ve kar'da firma sadece kısıtlamanın içindeki bir noktayı seçecektir (Stockhammer, 2004: 725).

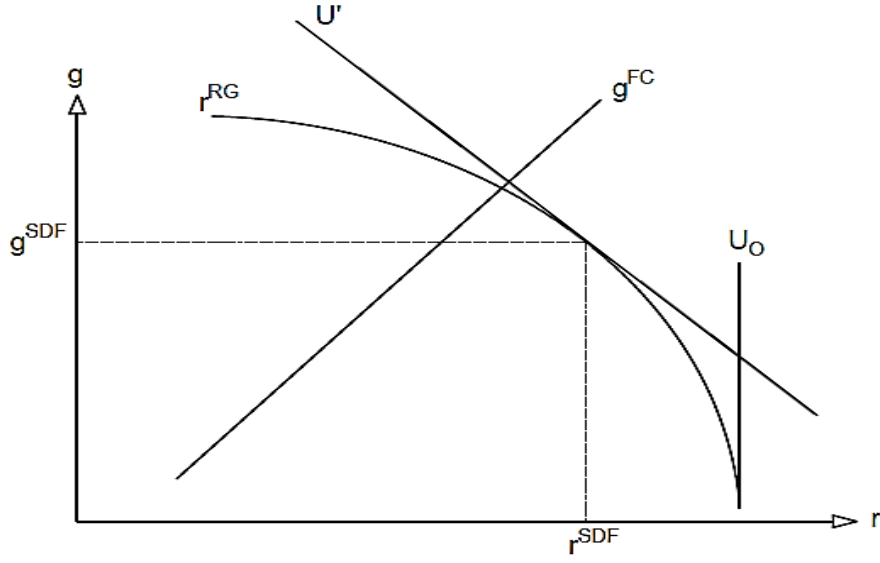


Kaynak: Stockhammer, 2004: 726.

Şekil 7 Yönetim Odaklı Bir Firmada Tercihler ve Kısıtlar (MF)

Şekil 7’de yönetimin kayıtsızlık eğrisi (U_M), firma sahiplerinin kayıtsızlık eğrisi ise (U_0)’dır. Dikey eksende firmanın büyüme oranı (g), yatay eksende firmanın kar oranı (r) yer almaktadır. Büyüme oranı firmanın yöneticilerinin tercihini gösterirken, kar oranı firma sahiplerinin tercihini gösterir. Bu oranlar finans kısıtı (g^{FC}) ile kar-büyüme (r^{RG}) farksızlık eğrisinin kesim noktasında oluşmaktadır. Seçilen fiili büyüme (g^{MF}) ve kar oranı (r^{MF}) bileşiminde belirlenmektedir (Stockhammer, 2004: 725).

Şekil 8’de ise hissedar odaklı firmanın büyüme ve kar tercihleri finansal kısıt ile birlikte gösterilmiştir. Hissedar gücündeki artış, düşmanca devralma, hissedar çıkarları ve tercihlerinin artan etkisiyle yöneticilerin uzun vadeli yatırım ve büyüme tercihleri yerine hissedarların kısa vadeli kar beklentileri baskın hale gelmektedir. Bu sebeple firmanın yöneticilerinin fayda fonksiyonları (U_M) yerine değişerek (U') halini almaktadır. Büyüme- kar farksızlık eğrisini teğet olarak kestiği noktada g^{SDF} ve r^{SDF} oranları belirlenerek denge noktası kar eksenine daha yakın bir konum almaktadır (Stockhammer, 2004: 727).



Kaynak: Stockhammer, 2004: 728.

Şekil 8 Hissedar Odaklı Bir Firmada Tercihler ve Kısıtlar (SDF)

Stockhammer Post Keynesyen firma teorisinden yola çıkarak, finansallaşmanın yatırım üzerindeki etkisini aşağıdaki yatırım denkleminde modeli ekonometrik olarak test etmiştir (Stockhammer, 2004: 729):

$$ACCU = f(CAPUT, PS, CC; RSNF) \text{ ile} \quad (5)$$

Modeldeki bağımsız değişkenlerin işaretleri;

$$f_{CAPUT} > 0 \quad (6)$$

$$f_{PS} > 0 \quad (7)$$

$$f_{CC} < 0 \quad (8)$$

$$f_{RSNF} < 0 \quad (9)$$

Bu denklemlerdeki değişkenlerden ACCU: sermaye birikimini; CAPUT: üretim sektöründeki sermaye verimliliğini (kapasite kullanımını), PS: kar payını, CC: kısa dönem sermayenin maliyetini, RSNF: finansal olmayan sektörlerdeki rantiyerler payını göstermektedir.

Stockhammer bu modellemesinde, Post Keynesyen firma teorisinden yola çıkarak, firmaların kısa vadeli spekülâtif kazançlar peşinde koşmaları sebebiyle, bunun sermaye birikiminde nasıl bir etki yarattığını test etmiştir. Bulgularına göre ise firmaların kar odaklı yönetim anlayışı durumunda büyümenin olumsuz yönde etkilendiği ve araştırmasında Almanya hariç birçok merkez kapitalist ülkelerde (ABD, İngiltere, Fransa) firmaların zora girdiği sonucuna ulaşmıştır (Stockhammer, 2004: 729).

Post Keynesyen modellerde de belirtildiği üzere finansallaşmanın yatırım, tüketim ve dağılım üzerindeki çelişkili etkileri temel alınarak literatürde farklı potansiyel makroekonomik büyüme rejimleri türetilmiştir (Hein, 2009: 18-19; Hein ve Treck, 2008: 13):

1. Boyer (2000) gibi bazı yazarlar *finans kaynaklı büyüme* rejiminin hissedar değeri yönelimi çerçevesinde büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratabileceğini değerlendirmiştir. Bunun koşulu ise emeğin azalan gelirleriyle azalan tüketim talebinin toplamından, hissedarların gelirlerini tüketme eğiliminin daha fazla olması doğrultusunda büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratacaktır.
2. Bazı yazarlar da *yatırım yapmadan kar* rejiminin ortaya çıkabileceğini savunmuştur. Emek gelir payındaki yaşanan düşüşün etkisiyle hissedarların tüketim eğiliminin yüksek olması durumunda tüketim kaybını telafi edecek ancak yatırımsız kar sermaye birikim oranını azaltacaktır. Çünkü yüksek temettü ödemeleri veya hisse geri alımları firmanın iç finansal kaynaklarını azaltan bir etki yaratmakta ve sermaye birikimini azaltmaktadır.
3. Son olarak da bazı yazarlar, hissedarlara yapılan faiz ve temettü ödemelerinin kapasite kullanımı, kar ve sermaye birikimi oranları üzerinde *kısıtlayıcı* bir etki yaratacağını ve daralma rejiminin ortaya çıkabileceğini göstermişlerdir. Bu rejimde yükselen hissedar gelirleri, emeğin tüketim talebinin azalmasını telafi edememektedir ve ayrıca yönetimin hissedar değeri yönelimi, firmanın iç kaynak finansmanını tüketmesi ile sermaye birikiminde yavaş büyümeye sebep olmaktadır.

Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi Post Keynesyen modeller bağlamında finansallaşmanın etkilerinin makroekonomik bir çerçeveden sentezinin sunulduğu;

Kaleckiyen Bölüşüm ve Toplam talep analizi, Palley'in gelişim evreleri yöntemi modeli ve Stockhammer'in Post Keynesyen Firma teorisi modelleri finansallaşmanın etki kanallarının anlaşılması açısından önem taşımaktadır. Bunlara ek olarak; Hein (2009)'a göre finansallaşmanın etkilerinin analizinin yapıldığı birçok makalede temel bir ana sorun vardır. Bu sorun faiz ve temettü ödemelerindeki değişikliklerin firmaların borç-öz sermaye oranlarına ve dolayısıyla finansal yapı üzerindeki etkilerinin açıkça ele alınmamasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle Lavoie ve Godley (2001-2002)'in öncülüğünü yaptığı bazı yazarlar hisse senedi akışına uyumlu modellerde finansallaşmanın etkilerini incelemeye başlamışlardır. Bu modeller Hein/van Treeck (2008)'in daha ayrıntılı incelediği çalışmasında finansal ve reel değişkenlerin stok-akış etkileşimlerini analitik ve model simülasyonları kullanarak hesaba katmaktadır. Ayrıca bu stok-akış tutarlı modelleri aynı zamanda yukarıda belirtilen üç potansiyel birikim rejimi de üretebilmesi açısından geniş bir analiz içermektedir. Hein (2009: 22)'da bu stok-akım tutarlı modellerde finansallaşmanın kısa vadeli ve orta vadeli etkilerinin ayrıntılı bir analizini sunmaktadır. Hein (2009) stok-akım tutarlı Kaleckiyen dağılım ve büyüme modelinde bir sonraki bölümde ayrıntılı analizini yapacağımız, finansallaşmanın etki kanallarını şu şekilde bütünleştirmiştir: 1. Finansallaşmanın kısa vadede hissedarlar ve firmalar arasındaki dağılımı etkilediği varsayılmaktadır. Finansallaşmanın orta vadede kar payı esnekliğini (mark-up) artırarak sermaye ve emek arasındaki gelir dağılımını da etkilediği varsayılmaktadır. 2. Yönetim önceliklerinin değişmesi gibi iç kanallar, firma yatırım davranışlarını etkiler. 3. Tüketim, kısa vadede temettü dağılımından ve orta vadede de işgücü gelir payındaki düşüştüğü dolay etkilendir.

3. POST-KEYNESYEN BAKIŞ AÇISIYLA FİNANSALLAŞMANIN ETKİLERİ

1980'li yıllardan sonra finansal deregülasyon uygulamalarının yaygınlaşması, neoliberal anlayışın güçlenmesi, yeni iletişim teknolojilerinin gelişmesi, ulus ve uluslararası uygulanan kanuni liberalizasyon uygulamaları sebebiyle de yeni finansal enstrümanlar gelişmiş ve çeşitlenmiştir. Bu değişimler çerçevesinde finansal faktörlerin dağılımı, tüketim, yatırım ve büyüme üzerinde etkisi artmıştır. Finansallaşmanın etkisi bağlamında yaygın düşünce, finansal sistemin reel etkilerinin ağırlığı üzerine olmuştur. Fakat bu durum birçok farklı okulun ortak düşüncesini oluşturmakla birlikte hangi tür finansal kurumların büyümeye elverişli olduğu konusunda anlaşmazlık yaratmaktadır.

Post Keynesyen makroekonomik anlayışa göre, finansallaşmanın reel ekonomi üzerinde etki kanallarına yönelik üç farklı çıkarımı vardır (Hein, 2012: 476):

1. Finansallaşmanın artan etkileri dolayısıyla finansal olmayan firmaların hedefleri ve karşılaştığı kısıtlar ekonomiyi bir bütün olarak etkileyecektir. Artan hissedar gücü ile birlikte uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarının yerini kısa vadeli karlılık anlayışı alacaktır. Öte yandan şirketlerin faiz ve temettü ödemelerindeki artışı karşılamaları sebebiyle şirketlerin yatırım projelerini finanse edecek kaynaklarda azalma meydana gelecektir.
2. İkinci olarak, finansal piyasaların serbestleşmesi, krediye ulaşım gibi fırsatlar sebebiyle hanehalkının servet bazlı ve borç bazlı tüketimi artacaktır.
3. Son olarak ise gelirin dağılımı; hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasındaki değişen güç ilişkisinden etkilenecek tüketim ve yatırımı etkileyecektir.

Bu bölümde finansallaşmanın üç etki kanallarından yola çıkarak bir önceki bölümde açıklanan Post Keynesyen modellerde finansallaşmanın (entegrasyon kanallarını)²² etkilerini daha iyi kavramak ve finansallaşmanın makroekonomik anlamını güçlendirmek amacıyla finansallaşma, etkileri bağlamında ele alınacaktır.

Bu ilk olarak finansallaşmanın firma yatırımları üzerindeki etkileri, ikinci olarak hanehalkının / tüketime olan etkileri ve son olarak da gelir dağılımı üzerindeki etkileri ile ilgilidir.

3.1. Finansallaşma ve Firma Yatırım Davranışları Üzerine

Finansallaşma ile birlikte ekonomide finansın ağırlığının artmasıyla finansal kurumlar ve finansal akımlar, firmaların yatırım kararları ve politikaları üzerinde ciddi bir etki yaratmaktadır. Finansallaşmanın artan etkisi, hem finansal kurumlardaki hem de finansal olmayan kurumlardaki yatırım davranışları üzerinden izlenebilmektedir.

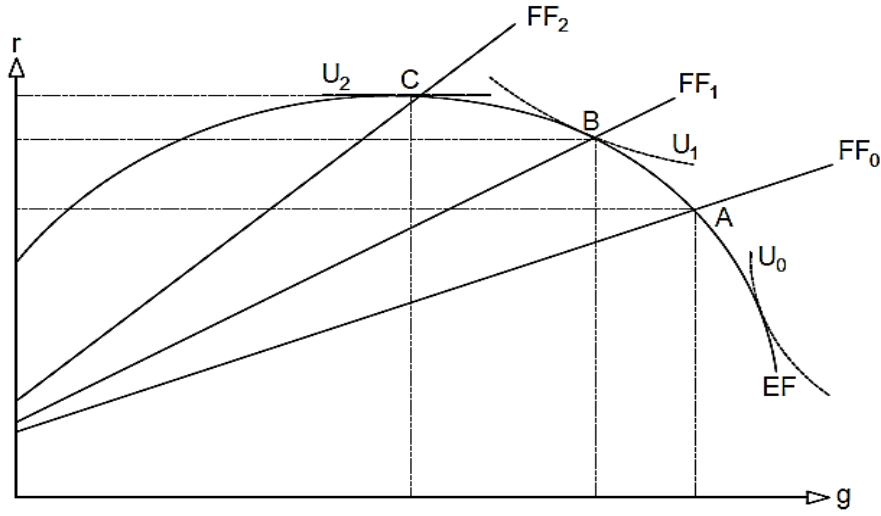
Post Keynesyen iktisatçılar kurumların yatırımları üzerinde finansallaşmanın etkilerini hissedar-yönetici çatışmasının (*owner-manager conflict*) önemini ile

²²Bizim çalışmamızda finansallaşmanın etki kanalları Hein (2009) sınıflandırmasına göre yapılmıştır. Finansallaşmanın etki kanalları için ayrıca bkz. Palley, 2007: 11-33.

vurgulamışlardır. Bu çelişki firma düzeyinde *büyüme-kar makasının* varsayımından kaynaklanmaktadır. Bu ise firmaların uzun vadeli gerçek sermaye stok yatırımlarına karşı düşük yatırım eğiliminde olmaları, hissedar değeri yaklaşımı için kısa dönemli yüksek karlılık tercihi eğilimini ifade etmektedir. Hissedar-yönetici çıkar çatışması firmaların karlılık ve büyüme dengesi varsayımından kaynaklanmaktadır. Finansallaşma ile firmalara büyüme konusunda getirilen kısıtlar hissedarların kısa dönemli karlılıklarına ve yönetimde etkin olmalarına yönelik mekanizmalar sağlamıştır. Bu mekanizmalar hissedarların hakim olduğu hissedar değeri yaklaşımında yönetimin büyüme arzusuna karşın kısıt getirilerek hissedarlara yüksek temettü ve faiz ödemelerinin sağlanması için şirket ele geçirme (devralma), yöneticilerin cezalandırılması gibi tehditlerle yöneticilerin finansal karların daha önemli olduğu bir anlayışa bırakmış ve eşzamanlı olarak finansal piyasa yönelimi anlayışı, hissedarlara yönelik bir anlayış şeklinde değişmiştir. Bu sonuç çerçevesinde Keynesyen iktisadın “karı şirkette tut ve yatırım yap” anlayışının yerine hissedar değerli bir anlayış olan “şirketi küçült ve karı dağıt” stratejisi yer almıştır (Hein, 2009: 3-4; Lazonick ve O’Sullivan, 2000: 18; Stockhammer, 2004).

Lazonick ve O’Sullivan (2000: 13), ABD’de kurumsal yönetim ilkesi olarak hissedar değeri yükselişinin tarihsel bir analizini sunduğu yaklaşımında; finansal sektörün artan sahipliğiyle birlikte öz sermaye içinde hissedar lehine anlaşmaların sağlanmasına ve finansal piyasaların gelişmesinde değişen yönetim ilkesi anlayışına vurgu yapmıştır. Bu değişim, finansal varlıkların alım ve satımında hızlanma yaratmış ve uzun vadeli beklentilerin yerini kısa dönemli karlılık anlayışı almıştır. Kısacası ‘hissedar değeri’ savunuculuğu, hissedar menfaatlerinin yönetsel menfaatlere uygulandığı bir yoldur. Bu da kurumsal stratejinin 1960’lar ve 1970’lerden sonra kurumsal büyüme ve yatırıma odaklanmaktan ziyade hissedar menfaatine yönelik dağıtım stratejisine doğru yönelmiştir (Sawyer, 2016: 55).

Finansal olmayan firmaların değişen yatırım davranışları üzerine literatür büyük oranda bu şirketlerin performansının zayıflayabileceğini ve toplam talebin büyümesi yönünde engel teşkil edebileceğini öne sürmektedir (Skott ve Ryoo, 2008: 827). Firmaların finansallaşma süreci içinde değişen yatırım davranışları ve kararlarındaki gelişimleri aşağıdaki grafik üzerinde analiz edersek:



Kaynak: Hein/ van Treeck 2008: 4.

Şekil 9 Firma Düzeyinde Hissedar Değeri Yönelimi ve Yatırım Kararları

Şekil (9)'da FF_i tarafından verilen çizgiler firmanın yatırım kararlarında firma yöneticilerinin karşılaştığı farklı finansal kısıtları yansıtmaktadır. Bu finans sınırları firmaların belli bir kar oranıyla (r) finanse edebileceği birikimin maksimum oranını (g) işaret etmektedir. Farklı bir açıdan bakıldığında, Kalecki'nin (1937) *artan risk iştahı* (*principle of increasing risk*) ilkesi tarafından öne sürüldüğü gibi firmaların belirli bir kar oranıyla finanse edebileceği maksimum birikim oranını göstermektedir. EF ise yöneticilerin karşılaştığı ikinci kısıtlama olan büyüme (genişleme) sınırıdır. Belirli bir büyüme stratejisiyle gerçekleşecek olan kar oranını gösterir. EF büyüme sınırının düşük birikim oranları için yukarı doğru eğimli, yüksek birikim oranları için de aşağı doğru eğimli olduğu varsayılmaktadır (Lavoie, 1992: 114-116). Yukarı doğru eğimli olan kısım, sermaye birikimi arttıkça daha yüksek bir kar oranına izin veren dinamik ölçek ekonomilerinden kaynaklanmaktadır. Başka bir ifadeyle bu EF 'nin pozitif eğimli kısmının işlediği durumlarda sermaye stoğuna yapılan yatırım, yeni ve daha verimli üretim araçlarının kullanımına izin vererek yeni pazarlardaki hızlı genişlemeye izin verecektir. Genişleme fonksiyonu (EF)'nin negatif eğimli olan kısmında kar oranını azaltan yönetimsel etkinsizlik alanından kaynaklanmaktadır. Örneğin belli bir pazarda iç genişleme; reklam maliyetleri, araştırma ve geliştirme maliyetleri, yönetimin yeni

market ve ürünlerdeki bilgi eksikliğinden kaynaklı sebeplerle genişleme maliyetli olup sınırlanabilir.

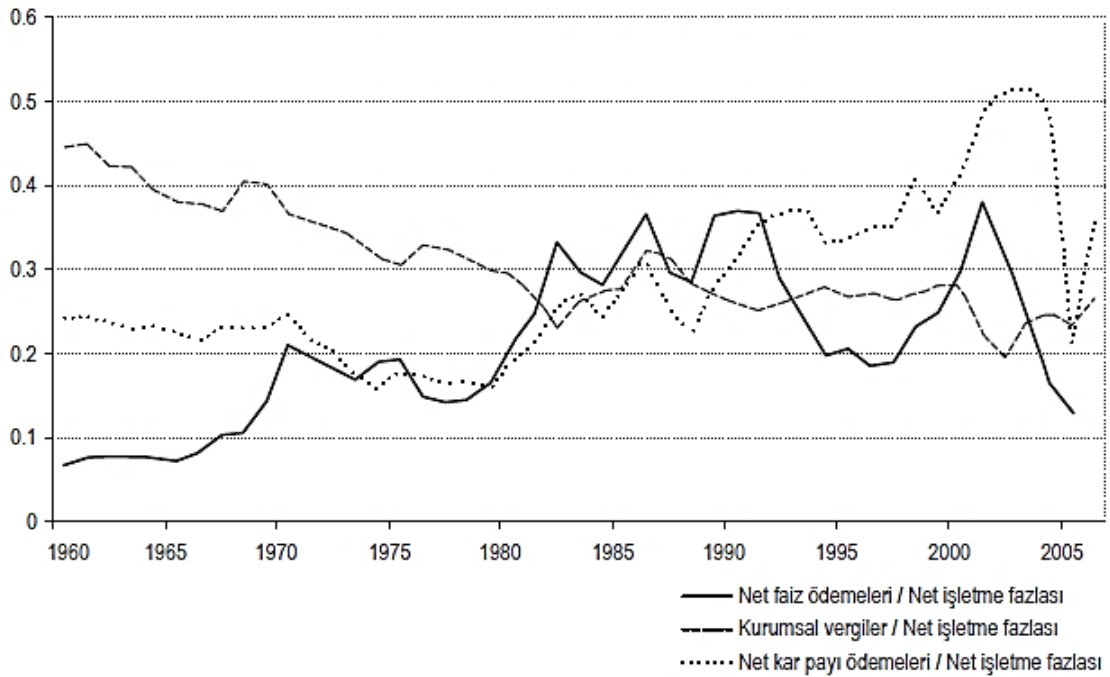
Firmanın geleneksel Post Keynesyen analizinde sermaye birikim kararı, yönetici-hissedar kararlarındaki finansal kısıtı ifade eden FF_i ile firmanın genişleme(büyüme) cephesinin kesişme noktası tarafından belirlenir (Lavoie, 1992: 117). Bu görüşe göre, firmalar sadece daha yüksek bir kar oranının finans kısıtlamasını hafiflettiği ve dolayısıyla daha hızlı bir genişlemeye izin verdiği sürece kar oranıyla ilgilenmektedir. Kısacası, büyüme amaçtır. Kar ise bunu gerçekleştirmek için araçtır. Bu nedenle Şekil (9)'da genişleme sınırının aşağı doğru eğimli bölümündeki yöneticilerin farklı tercihlerini yansıtan büyüme(g)-karlılık(r) değişiminin yaşandığı bir dizi U_i farksızlık eğrileri ile tanımlanmaktadır.

Bir önceki bölümlerde bahsedildiği gibi finansallaşmanın reel ekonomi üzerinde etkisinin artması bağlamında firmaların hissedar odaklı ya da büyüme odaklı tercihlerinde yaşanan değişim, firmaların kısa dönemli karlılık odaklı politikaları üzerine gelişmiştir. Hissedar değeri yaklaşımının uygulandığı bir ekonomik sistemde firmaların reel yatırım süreçlerine dair iki önemli değişimi açıklanacak olursa (Hein, 2009: 6):

1. İlk etki şekil 9'daki finans cephesinin rotasının saatin tersi yönünde dönmesiyle olacaktır. Burada hissedarlar şirketlerden yüksek düzeyde temettü ödemesi alabilmek için yöneticilere bu doğrultuda baskı yaparlar. Bu da şekil 9'dan görüleceği üzere daha yüksek düzeyde faiz ödemesi ve daha düşük düzeyde sermaye birikim oranını ifade eder. Bu durum ise firmanın sabit sermaye yatırımları için yeterli fon kaynaklarının azalmasına sebep olacaktır.
2. İkinci olarak şirket yöneticileri kısa dönemli karlılık ve finansal piyasa performansına dayalı ücretlendirme sistemine tabii olduğundan, yöneticilerin sabit sermaye yatırımları üzerindeki firmanın büyüme odaklı tercihleri zayıflamaktadır.

Finansallaşmanın firma üzerindeki etkileri, Stockhammer (2004) firma teorisinde de izah edildiği üzere firmaların davranışlarında görülen değişim, büyüme

hedeflerinden hissedar çıkarlarına doğru bir kayma olduğu yönündedir. Stockhammer'in temsilci firmanın büyüme-kar makasını formülize ettiği analizinde yöneticiler, hissedar çıkarlarının artması doğrultusunda daha yüksek kar oranları ve düşük büyüme yönünde en uygun pozisyonu harekete geçirmektedir (Skott ve Ryoo, 2008: 833). Finansal olmayan firmaların yatırım davranışlarında görülen bu değişikliklere dair 1980'li yıllardan itibaren ABD'deki gelişmeler özelinde değerlendirildiğinde, bu dönem firmaların finansallaştığı dönem olarak nitelendirilmektedir. Şekil (10)'da görüldüğü gibi, net işletme fazlasının yüzdesi olarak net temettü ödemeleri 1980'lerin erken dönemlerinden beri döngüsel dalgalanmalara rağmen artış eğilimindedir. Net işletme fazlasının vergi ödemeleri içindeki oranı, 1960'lardan sonra düşüş göstermiş ve net faiz ödemeleri de 1980'lerin başından beri artış göstermiştir (Hein, 2009: 7).



Kaynak: Dünhaupt/ Hein/ van Treeck, 2007: 38.

Şekil 10 Finansal Olmayan İşletmelerde Net İşletme Fazlası Kullanımı, ABD, 1960-2006

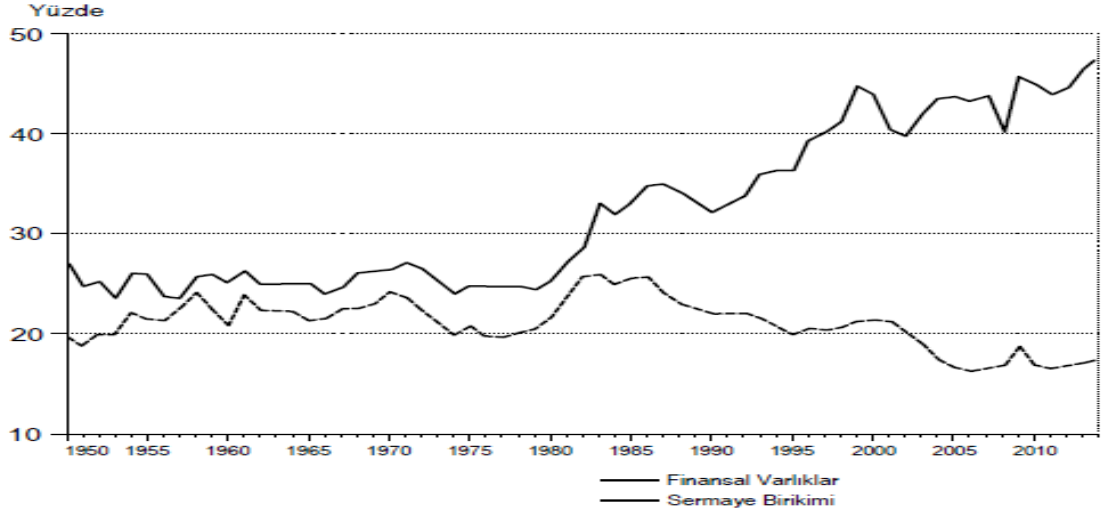
Finansal olmayan firmaların 1980'li yıllardan itibaren net işletme fazlası içinde temettü ödemelerinin artan payı, firma davranışlarında finansal yatırımlar yönündeki

seçimin arttığını göstermektedir. Buna neden olarak finansallaşma süreci boyunca yatırımcıların reel ya da finansal yatırımlar arasında bir seçime itildiği söylenebilir. Böylelikle kısa dönemde finansal yatırımların reel yatırımlardan daha yüksek karlılık sağlaması, firmaların kısa dönemli finansal getirilere yönelip reel yatırımları dışlayabilmelidir.

Firmaların yatırım kararlarında reel yatırım veya finansal yatırım arasında portföy seçimi söz konusudur. Bu konu iktisat literatüründe yeni bir konu değildir. Örneğin Tobin (1965), reel ve finansal varlıkların portföy dengesinde ikame edilebilirliğine çoktan işaret etmiştir. Buna göre varlıkların getiri oranlarına göre yatırımcılar portföylerinde reel ve finansal varlıkların oranlarını nasıl dağıtacağına karar vermektedir (Demir, 2009: 955).

Davis (2016)'e göre, 1980'li yıllardan bu yana portföy kompozisyonunda sabit sermaye yatırımlarından finansal varlıklara doğru sürekli bir kayma olmuştur. 1950-2014 yılları arasında varlık satışlarının yıllık ortalamasına göre ölçülen sabit sermaye ve finansal sermaye varlıklarının portföy kompozisyonu içindeki değişimi gösterilmiştir (Şekil 11). 1980'lerin başlarına kadar iki varlık oranı da birbirine yakın şekilde hareket etmekteyken 1980'li yılların başından itibaren FOİ'ler, finansal varlıkları sabit sermaye varlıklarından daha hızlı bir şekilde satın almaya başlamıştır. Portföy seçiminin değişimi özetleyen şekle göre sabit sermaye varlıkları 1950'lerde % 19.5 iken 2014'te % 17.3 olmuştur. Finansal varlıklardaki değişim ise 1980 yılında % 25.4'den 2014'te % 47.4'e yükselerek portföyde finansal varlık oranında artış yaşanmıştır (Davis, 2016: 118).

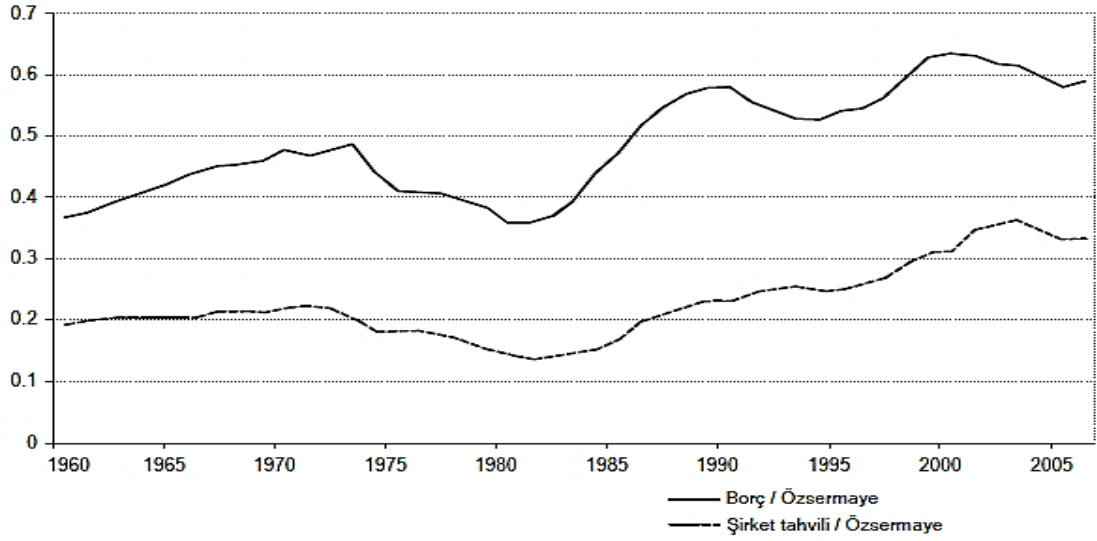
Demir (2009)'ye göre portföy seçimi finansal serbestleşme ile birlikte reel sektör firmalarında sorun yaratmaktadır. Bu iki yatırım seçeneği karşısında sermaye piyasasının kusurları, artan risk ve belirsizlik tasarrufların kısa vadeli kar getiren finansal varlıklara yönelmesine sebep olabilir. Fakat iç ve dış tasarrufların portföy seçiminde artan oranda finansal alanlara kayması uzun vadeli yatırımları dışlamakta ve negatif iç ve dış şoklarla ekonomide finansal kırılganlık etkisi yaratarak borçlanmayı arttırabilmektedir (Demir, 2009: 314).



Kaynak: Davis, 2016: 118.

Şekil 11 **Sermaye ve Finansal Varlıkların Yıllık Satış Ortalaması, 1950-2014**

Yüksek borç seviyeleri firmaların yatırım davranışlarını olumsuz etkileyerek finansal kırılganlığa sebep olabilmektedir. Ayrıca borç seviyesi bir firmanın uzun vadeli mali güvenliğinin durumunu yansıtmakta ve bir firmanın uzun vadeli finansal kırılganlığını ölçmektedir. Yöneticiler ve hissedarlar borç/özsermaye veya borç/öz kaynak oranında artan borçlanma oranı sebebiyle büyüyen risk altına girerler çünkü borcun seviyesinin güvenli seviyenin üzerinde algılanması yatırımlar üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Aşağıdaki şekilde gösterildiği gibi, 1980'lerin başlarından beri brüt borç/sermaye birikim oranı artmıştır. Negatif iç-dış şoklar sebebiyle de kurumsal firmalarda finansallaşmanın yükseldiği bu dönemlerde finansal kırılganlık ve risk artmış, uzun vadeli reel yatırımlar olumsuz etkilenmiştir (Hein, 2009: 8; Orhangazi, 2006: 121).



Kaynak: van Treeck/ Hein/ Dünhaupt, 2007: 42.

Şekil 12:
Finansal Olmayan İşletmelerde Brüt Borç Sermaye Stoğu, ABD, 1960- 2006

3.2. Finansallaşma ve Hanehalkı Davranışları Üzerine

Finansallaşmanın etkileri bağlamında finansın artan önemi firma davranışlarında olduğu gibi aynı zamanda hanehalkı davranışları üzerinde de etkili olmuştur. Bu sebeple finansallaşmanın reel ekonomi üzerindeki ikinci yönü; hanehalkı serveti, hanehalkı borçluluğu ve hanehalkı tüketimi arasındaki bağlantıya dayanmaktadır (Hein, 2009: 11). Böyle bir mekanizma Palley (1994) tarafından iş çevrimi modeline (*business cycle model*) dahil edilmiştir: İş çevrimi modelinde düşük marjinal tüketim eğilimine sahip olan yüksek gelirli hanehalkından, tüketim eğilimi yüksek olan düşük gelirli hanehalklarına doğru artan borçluluk düzeyi yoluyla satın alma gücü transferi gerçekleşir. Tüketim eğilimi yüksek hanehalkı grubunda artan borçlardaki faiz ödemeleri toplam talep üzerinde bir yük haline gelir. Çünkü satın alma gücü bu süreçte düşük gelir gruplarından yüksek gelir gruplarına doğru ters yönde yeniden dağılır (Palley, 1994: 372-373).

Dutt (2006), Palley'in yaptığı gibi benzer bir mekanizma kullanarak tüketici kredisinin kullanım kolaylığının etkilerini borçlanma, büyüme ve dağılımı *Steindlian*

*modeli*²³ ile analiz etmiştir. Finansal sistemin deregülasyonu sebebiyle kredi temelli tüketimin; gayrimenkul kredileri, ayarlanabilir tüketici kredileri ve menkul kıymetleştirme kanallarıyla artış gösterdiğini; artan kredi kullanım kanallarının kısa vadede efektif talep ve büyümeyi uyardığı gibi durgunluğu önleyebileceğini fakat uzun vadede artan tüketici borçlanmasının etkilerinin belirsiz olduğunu belirtmiştir. Sebebini ise gelirin yeniden dağılımın ifadesi olarak tüketici borcunun artmasıyla, tasarruf sağlama eğilimi yüksek olan zenginlere yönelik, gelirin yeniden dağıtımıyla borçlanmanın yarattığı genişlemeye rağmen toplam talep ve büyümenin baskılanabilmesi şeklinde açıklamıştır (Dutt, 2006: 361-362).

Kredi temelli maddi zenginlikteki artışın hanehalkı tüketimi üzerindeki isteği arttırarak tüketim üzerinde servet etkisi yaratmaktadır ancak sermaye piyasası temelli servet sanal servet etkisi yaratarak tüketimdeki artış daha çok hanehalkı borçluluk seviyesi ile ilişkilendirilir. Ayrıca uzun vadede artan faiz yükümlülükleri ve borçlanmaları sebebiyle büyüme üzerindeki olumlu etkileri ortadan kalkabilir (Hein, 2009: 11-12).

Finansallaşmanın hanehalkı davranışlarını nasıl etkilediği konusunda Stockhammer (2008)'de özellikle hanehalkı servetinin finansal varlıklar içindeki payının ne ölçüde dağıldığına, özel tüketim harcamalarına ve hanehalkı borçlanma oranlarındaki değişime dikkat çekmiştir. Bu gelişmeler ışığında finansallaşmanın hanehalkı tüketim ve borçları üzerindeki değişen etkilerine tablo yardımıyla bakacak olursak:

²³ Steindal modeli için bkz. Steindl, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford.

Tablo 5
Harcanabilir Gelirin Yüzdesi Olarak Hanehalkı Borcu ve Özel Tüketim Harcamaları

	<i>Hanehalkı Borcu (%)</i>				<i>Özel Tüketim Harcamaları (%)</i>			
	1995	2000	2005		1970s	1980s	1990s	2000s
ABD	93	107	135		70	73	76	80
Japonya	113	136	132*		61	64	67	71
Almanya	97	111	107		64	66	69	70
Fransa	66	78	89		63	66	65	66
İtalya	32	46	59		67	68	69	70
İngiltere	106	118	159		69	71	73	72
Kanada	103	114	126					
Avustralya	83	120	173					
Danimarka	188	236	260*		63	65	62	59
Finlandiya	64	66	89		64	65	66	61
İrlanda		81	141		73	75	68	62
Hollanda	113	175	246		59	60	59	58
Y. Zelanda	96	125	181					
İspanya	59	83	107*		72	73	70	70
İsveç	90	107	134		56	57	59	56

Not: * için veriler 2005'ten ziyade 2004 yılına aittir. Borç dönem sonunda ödenmemiş borçların toplamını ifade eder.

Kaynak: Hanehalkı borcu için Girouard vd. (2006: 9); özel tüketim harcamaları için AMECO.

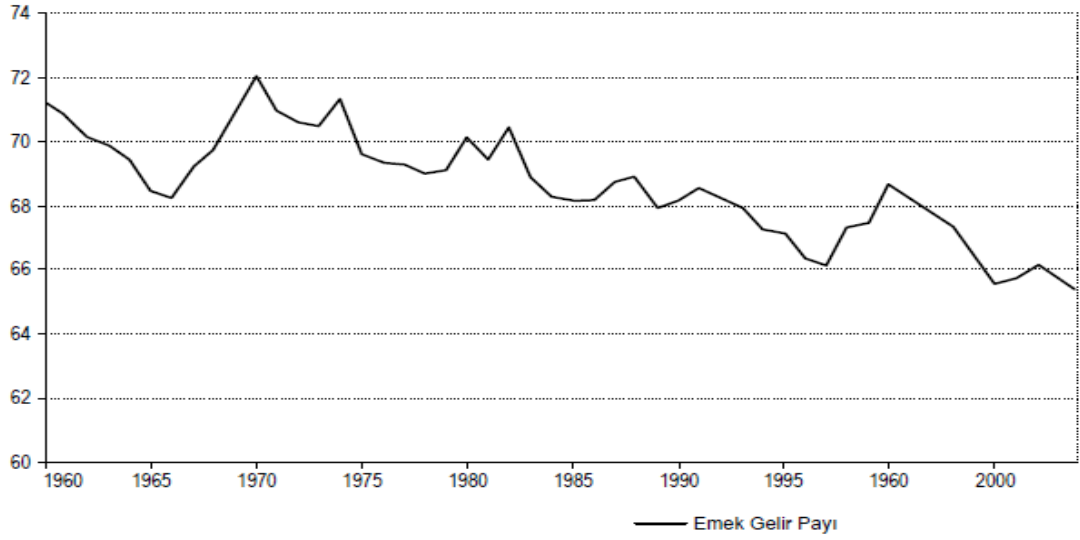
Tablo 5'te görüldüğü gibi, Girouard vd. (2006)'da Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) harcanabilir gelire kıyasla hanehalkı borç tahminlerini içermektedir. Harcanabilir gelir oranı olarak ifade edilen hanehalkı borcu, incelenen ülkelerin çoğunda (Japonya ve Almanya hariç) hızla artmıştır. Aynı zamanda hanehalkı bilanço varlık tarafında da önemli gelişmeler yaşanmış ve net servet önemli ölçüde artmıştır (Girouard vd., 2006: 8). Ayrıca OECD verileri, en belirgin düşüşün ABD'de görüldüğü azalan tasarruf oranlarını göstermektedir. 1980'lerin ortasından bu yana ABD (ve Japonya) harcanabilir gelire kıyasla tüketimde önemli bir artış yaşamış fakat bu artış Avrupa için geçerli olmamıştır (Stockhammer, 2008: 188-189).

3.3. Finansallaşma ve Gelir Dağılımı Üzerine

Post Keynesyen bir perspektiften finansallaşmanın etkilerinin üçüncü kanalı, gelirin yeniden dağılımının farklı formları üzerinedir. Hein (2015) finansallaşma ve fonksiyonel gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi stilize edilmiş bazı faktörler üzerinden tanımlamaktadır. Bu faktörler; artan hissedar değeri yönelimi ve kısa vadeli yönetim anlayışı, artan temettü ve faiz ödemeleri/oranları, üst düzey yönetici maaşlarındaki artış, finansal olmayan sektörlerin finansa içerilmesiyle yatırımlar üzerindeki etkisi, birleşme ve ele geçirmeler (*mergers and acquisitions*) olarak tanımlanabilir (Hein, 2015: 921).

Post Keynesyenler brüt karlar içerisinde gelirin fonksiyonel yeniden dağılımına ilişkin -bir taraftan faiz, bir taraftan temettü ödemeleri şeklindeki dağıtımında-hissedarların daha yüksek kar taleplerinin ücretli kesim üzerinde baskı yapması ve ücretlilerin milli gelirden aldığı payın azalması şeklinde yansımaları beklenmektedir (Boyer, 2000).

Hissedarlara faiz ve temettü ödemelerinin devamlı olarak yapılması durumunda ise firmaların bu maliyetleri fonlaması gerekmektedir. Hissedar değeri yaklaşımının getirdiği bu durumda hissedarların artan gelirlerini finanse etmek amacıyla faiz ve temettü ödemeleri, hisse geri alımları yoluyla finansal piyasalara yönelik kaynak aktarımını gerektirmektedir. Bu noktada finansallaşma ve mark-up fiyatlama arasında ilişki kurulabilmektedir çünkü hissedar yönelimi sebebiyle artan faiz ve temettü ödemeleri dolaylı masraflar olarak kabul edilmekte ve kar payını azaltmaktadır (Dünhaupt, 2013: 5). Artan temettü ve faiz ödemeleri doğrultusunda firmaların mark-up fiyatların belirlenmesi muhtemelen mark-up fiyatın esnekliğine bağlıdır (Hein, 2009: 14). Eğer mark-up oranı firmaların dolaylı maliyet olarak kabul ettikleri temettü ve faiz ödemelerine karşı esnekse o zaman maliyetler fiyatlara yansıtılacaktır ve fiyatlar artacaktır. Böylelikle kar payının korunması amaçlı fiyatlara yansıtılan artış, reel ücretleri aşındırarak işgücü gelir payını azaltacaktır. Şekil 13'te görüldüğü gibi 1980 sonrası ABD'de görülen işgücü gelir payı oranlarındaki değişim azalma yönünde olmuştur.



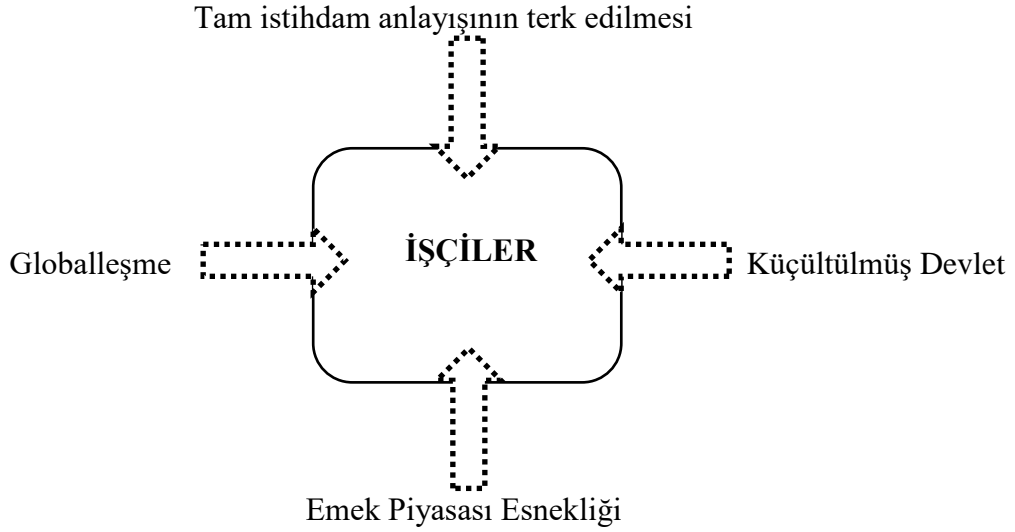
Kaynak: AMECO, Avrupa Komisyonu, 2008.

Şekil 13 Emek Gelir Payı (faktör maliyetindeki GSYH maliyetleri), ABD, 1960-2007

Finansallaşma süreci ile birlikte kısa ve uzun vadede birleşme ve devralmaların olması, emtia piyasalarındaki fiyat rekabetinin artması, işçilerin pazarlık gücünün zayıflaması ve firmaların finansallaşma süreciyle birlikte stratejilerini “küçül ve karı dağıt” (*downsize and distribute*) (Lazonick/O’Sullivan, 2000) olarak değiştirmesi işsizliğin artmasında önemli bir etken olmuştur. Buna ek olarak gelirin yeniden dağılımı ve artan temettü ödemeleri de göz önüne alındığında gelir dağılımı hissedarlar lehine değiştirilmiştir (Hein, 2009: 14).

Palley (2007) ise finansallaşmanın mekaniği üzerinde finansal sektörlerde yaşanan değişimleri üç ayrı kanal²⁴ üzerinden yaptığı çalışmasında işgücü piyasasını neoliberal kutu (Şekil: 14) içerisinde kavramsallaştırmıştır (Palley, 2007: 11).

²⁴ Finansallamanın mekaniği üzerinde finansal sektörde yaşanan değişimler üç ayrı kanal üzerinden çalışmaktadır. İlk kanal, finansal piyasaların yapısı ve işleyişi ile ilgilidir. İkinci kanal, finansal olmayan işletmelerin davranışlarıyla ilgilidir. Üçüncü kanal ise ekonomik politikayla ilgilidir. (Palley, 2007: 11).

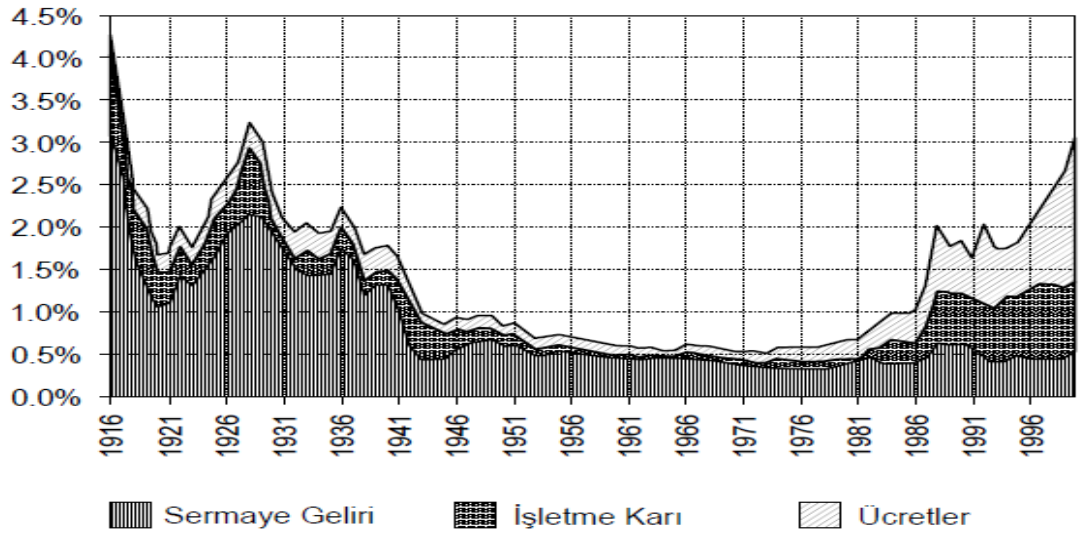


Kaynak: Palley, 2007: 33.

Şekil 14 Ekonomik Politika ve Neoliberal Kutu

Palley'e göre neoliberal politikalar, finansal çıkarlar tarafından desteklenen minimum devlet müdahalesi, işgücü piyasası esnekliği, globalleşme ve tam istihdam anlayışının terk edilmesi gibi politik yaklaşımların işgücü piyasaları üzerinde etkisi olduğu yönündedir. Bu kavram çerçevesinde tam istihdamın önemini azaltan makroekonomik politikalar; işgücü piyasası esnekliğini artırma, sendikaları zayıflatma yönünde etkileyerek; işsizlik ödenekleri ve çalışan hakları gibi işgücü piyasası desteklerini de aşındırma gündemini ifade etmektedir. Kısacası neoliberal kutunun tarif ettiği gibi finansallaşma sürecinde artan finansal çıkarlar doğrultusunda olan politika yapılandırması, her yönden çalışanlara meydan okumakta ve ücretler üzerinde sürekli olarak aşağı yönde baskı uygulamaktadır. Bu da artan gelir eşitsizliğinin sebebini açıklamaktadır (Palley, 2007: 16-19).

Finansallaşma ve gelir dağılımı arasındaki ilişkiye farklı bir açıdan bakıldığında ise finansallaşma sürecinde mavi yakalı ücretliler ile üst düzey yönetici ücretleri arasındaki farkın artması beklenir. Piketty/Saez (2006), ABD için gelir vergisi dataları üzerinden uzun dönemli çalışmasını içerdiği ve 1916'ların başlarından 2000'lere kadar ampirik olarak değerlendirdiği analizinde %1'lik en zengin kesimin gelir payındaki değişimini göstermektedir (Piketty/Saez, 2006: 202) (Şekil 15).



Kaynak: Piketty/Saez (2006): 202.

Şekil 15 ABD'deki En Yüksek Yüzde 0.01'lik Kesimin Gelir Payı ve Kompozisyonu, 1916-2000

ABD'de en yüksek yüzde 1'lik için 1970'lere kadar olan gelirin kompozisyonu daha çok sermaye gelirinden oluşurken ücret geliri mütevaziydi fakat 1970'li yıllardan sonra ücret geliri ana gelir kaynağı haline gelmiştir. Bu da sermaye gelirindeki azalışı ve 1980'lerden sonra üst düzey yönetici maaşlarındaki artışın oranının ne kadar yüksek olduğunu göstermektedir.

Post Keynesyen bir makroekonomik perspektiften bakıldığında finansallaşmanın üç etki kanalını ya da çıkarımını özetleyecek olursak (Hein ve Treeck, 2008: 2):

1. Artan hissedar gücü yönelimi sebebiyle firmaların uzun vadeli yatırım hedefleri yerine kısa vadeli karlılık hedeflerine doğru tercihlerinin değişmesi ve diğer yandan, artan temettü ödemeleri, hisse geri alımlarının firmaların yatırım projeleri için finansman kullanılabilirliğinin kısıtlanması.
2. Bir yandan firmaların hissedar değeri yönelimi ile ilişkili finansal varlık fiyat artışları ve bir yandan da hanehalklarına bankalar tarafından sunulan yeni kredi araçlarının hanehalkına servet bazlı ve borç kaynaklı tüketim açısından yeni fırsatlar (ve daha uzun vadeli riskler) ortaya çıkmasına sebep olması. Dünya genelinde genel olarak bankaların tasarruflarının daha çok verimsiz fakat yüksek

getiri sağlayan borçlanma enstrümanlarına doğru aktararak son on yılda tüketici kredisi ve kredi kartı patlaması yaşanması; hanehalkı borçlanma oranlarının yükselmesi.

3. Hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasında güç ilişkisinden doğan gelir dağılımının bozulması ve dağılım etkilerinin tüketim ve yatırım üzerindeki olumsuz etkilere yansımastır.

4. FİNANSALLAŞMA VE MAKROEKONOMİK İSTİKRARSIZLIK

1929 Ekonomik Krizi'nde finansal sektörün büyük rolü olduğu inancından dolayı uygulanan Keynesyen finansal düzenlemeler; 1970'lerde yaşanan krizle birlikte yerini neoliberal politikalara bırakmıştır. Bu süreçte finansın ağırlığının artmasıyla ilgili olarak finansal deregülasyon uygulamaları, serbestleşme politikaları, liberal politika çağruları finansallaşmanın etkilerinin daha da artmasına yol açmıştır. Finansın artan etkilerinin ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir yansımastırın yaygın olduğu görüşü, Sawyer'ın (2014) çalışmasındaki bulgularla desteklenmiştir; fakat ekonomide son otuz yılda meydana gelen gelişmeler, ekonomik büyüme oranlarının çok azaldığını ayrıca tasarruf ve yatırım oranları üzerinde istikrarsız bir sisteme yol açtığını belirtmiştir (Sawyer, 2014: 28). Çünkü finansallaşmayla birlikte kısa vadeli yüksek kar anlayışı reel yatırımları dışlayıcı bir etki yaratarak ekonomide istikrarsız ve kırılgan süreçler yaratmıştır.

Daha önce de bahsedildiği gibi finansallaşmanın etki kanalları bağlamında hissedar değeri yöneliminin artan etkisiyle birlikte firmaların artan temettü ve faiz ödemeleri sabit sermaye kaynaklarının reel yatırımlara yönelik harcama kaynaklarında azalmaya sebep olmuştur. Aynı zamanda firmaların borç yükümlülük oranları artmıştır. Bunlara ek olarak hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasında farklı güç ilişkilerinden kaynaklanan gelir dağılımı sorununu yaratmıştır. Finansal piyasalarda serbestleşme politikaları da kredi kullanılabilirliğinin kolaylaşmasına ve hanehalkı borç-gelir oranlarında artış yaşanmasına sebep olmuştur.

Palley (2008: 2) artan borç oranlarıyla ilgili olarak "*ABD'de gözlemlendiği finansallaşmaya genel bakışında son yirmi yılda hanehalkı borç-gelir oranı ve kurumsal borç-öz kaynak oranlarının hızla arttığına işaret etmiştir. Bu gelişmeler sistemin*

büyümesini ve artan kırılganlığı açıklamaktadır [...]. Ekonominin borç deflasyonu ve uzun süreli durgunluğa karşı savunmasız ve hassas olması risktir.” Bu argümana karşı, daha önce de ifade ettiğimiz Palley (2009)’in gelişme evreleri yöntemi, finansallaşmanın gelişimini periyodlar halinde incelemesi; finansallaşmanın bazı aşamalarının genişletici olduğu gibi bazı aşamalarının da daraltıcı olduğunu vurgulaması ve ekonominin daraltıcı aşamalarında ekonomik çalkantılara sebebiyet verebilmesi açısından da Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipoteziyle benzer özellikler taşımaktadır.

Hyman Minsky’nin ekonomide ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmaların kapitalizme içkin olduğunu açıklamaya yönelik hipotezi *finansal istikrarsızlık hipotezidir*. Post Keynesyen iktisatçı olan Hyman Minsky kapitalist sistemin çalışma ilkelerini ve sistemde kriz yaratan gelişmeleri açıklayan alternatif modellere sahiptir. Post Keynesyen metodolojisine uygun varsayımlar içermekle birlikte hipotezini yoğun bir şekilde Keynes’in fikirleri üzerine kurmuştur. Minsky’nin finansal krizlerin nasıl ortaya çıktığı konusundaki fikirlerinin, ABD ekonomisinin belirli bir tarihiyle bağlantılı olduğu kanıtlanmıştır. Bununla birlikte Minsky’nin fikirleri, bu fikirlerin müteakip kurumsal gelişmelere nasıl adapte edilebileceği konusunda önemlidir. Bu sebeple 2007-2008 ABD’de başlayan finans krizi ile önemi daha da anlaşılabilir bir çok araştırmaya ilham vermiştir (Dymski, 2011: 344). Bu finansal krizle birlikte Neoliberal iktisat politikalarının krize bir çözüm getiremediği anlayışının artmasıyla, devletin ekonomiye müdahalesinin finans piyasalarına olduğu gibi reel piyasalara yönelik kalkınmacı devlet modeli ile tekrar iktisadi hayatta yerini alması gerektiğini düşünen iktisatçıların ve politikacıların önemi artmıştır. Minsky’nin Post Keynesyen anlayış içerisinde kapitalist sistemin kriz yaratma sürecini kapitalizmin kendi doğasından kaynaklandığını ileri sürdüğü hipotezi, kapitalizm sürecinde finansal krizlerini anlamak için önemlidir.

4.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Minsky’nin düşüncesinin temelinde ekonomik sürecin inşası vardır. Bu, Minsky’nin finansal sistemin değişen yapısında ekonomik gelişmelere *süreç* açısından yaklaşması ve temel finansal gelişmeleri anlamamıza yardımcı olması bakımından önemli bir teoridir (Palley, 2013: 127).

Minsky (1986/2013)’e göre finansal istikrarsızlık hipotezinin iki önermesi vardır:

1. Kapitalist piyasa mekanizması dengeli ve sürdürülebilir istikrarlı fiyatlara ve tam istihdam dengesine yol açmaz.
2. Ciddi konjonktürel dalgalanmalara sebep olan kapitalizmin özünde finansal özellikler vardır.

Bu önermeler ve -dolayısıyla finansal istikrarsızlık hipotezi- Neoklasik sentez ile tam bir karşıtlık içerisindedir. Bu iki görüş arasındaki en önemli fark, finansal ilişkilerin ve finansman şeklinin belirlenme biçimidir. Finansal istikrarsızlık hipotezi mevcut teorinin ihmal ettiği, finanse edilen sermaye varlıklarının kontrol biçimine ya da sermaye biçimi sahipliğine önem verir (Minsky, 1986/2013: 178).

Minsky (1993; 1995)'e göre yatırım harcamaları ekonominin konjonktürel dalgalanması sürecinde kilit rol almaktadır ve toplam talep elde edilecek sermaye gelirlerinin en temel belirleyicisi olarak kabul edilmektedir. Toplam talep, sermaye gelirlerinin en önemli belirleyicisi olarak tüketim ve yatırım arasındaki dağılımına da bağlıdır. *“Toplam talepteki bir azalma yatırım faaliyetlerinde azalmaya sebep olur ve bu da firma kar oranlarında ve hanehalkı ücret gelirlerinde düşüğe yol açar. Minsky’e göre kırılgan bir ekonomide (Minsky, 1993: 2; Minsky, 1995: 5-6):*

1. *Kardaki en küçük bir düşüş bile finansal kurumlardaki sorunlu varlıkların miktarını artıracaktır.*
2. *Faiz oranlarındaki küçük artışlar karşısında finansal kurumların portföyündeki varlıkların takip oranı artacaktır.*
3. *Ve düşen kar ve gelir oranlarından dolayı yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen firmalar ve hanehalkları ellerindeki varlıkları satacaktır ve bu da piyasaya sunulan varlıkların miktarında artışa sebep olup; finansal varlıkların ve sermaye varlıklarının fiyatlarının düşmesine neden olacaktır.”*

Minsky'nin kullandığı anlamda borçlanma oranı yüksek kırılgan bir ekonomide kar ve faiz oranlarında en ufak bir değişimde ekonominin verdiği tepkilerin daha büyük olduğuyla alakalıdır. Minsky, Keynesyen düşünce geleneğine uygun bir şekilde yatırımların bir ekonominin gidişatının temel belirleyicisi olduğunu ifade etmektedir. Bu sava göre bütün yatırımların beklenen bir nakit akışı sağlaması ve nakit akımlarının da borç ödemelerini karşılaması gerekmektedir. Firmaların yatırım yapmak için nakit akışlarının geçmişteki borç ödemeleri için yeterli seviyede olması gerekir. Aksi takdirde

firma yeniden borçlanmak zorunda kalacak ve firmanın finansal durumunda yeterli olmayan nakit akışı sebebiyle ekonomi kırılgan hale gelecektir.

Firmanın nakit akımlarının, o firmanın yatırımlarını yönlendiren şimdiki ve beklenen karlılıklarıyla ilişkisi olduğu gibi kapitalist bir ekonomide karların işletmeyi motive etme, ödüllendirme, geleceği ise uyarma işlevi vardır. Post Keynesyen literatürde bahsettiğimiz gibi karlar yatırımı uyarır ve karlar yatırımlara eşittir. Yatırım tek başına olmasa da karların belirleyicisi olması açısından önemlidir. Yatırım çıktıları üretiminin ve sermaye varlıkları sahipliğinin finanse edilmesi gereklidir. Sonuç olarak sermaye varlık fiyatlarını, yatırım talebini ve yatırım mallarının arz fiyatlarını etkilemesi finansman koşullarına bağlıdır (Minsky, 1986/2008: 171).

Firmanın yatırım kararlarında önemli bir değişken olan karlar, borçlardaki nakit ödeme taahhütlerine bağlı olarak yatırımcının uzun vadeli beklentilerini etkilemektedir. Firmaların borçlanma kararlarını; beklenti, kar ve yatırım değişkenleri belirlemektedir. Gelecekteki kar beklentisine göre yapılan yatırımlar, toplam talebin şekline göre biçimlenerek firmanın borçlanma gücünü ortaya çıkarmaktadır. Kapitalist bir ekonomide mevcut karların geçmişte alınan kararları doğrulama derecesi uzun vadeli beklentileri etkilemekte ve böylelikle firmaların yatırım ve finansman kararlarını belirlemektedir. Fakat belirsizlik altında gelecekte elde edilmesi beklenen karlar geçmişteki borç yükümlülüğünü karşılayamadığı ölçüde ekonomide finansal krizlere yol açmaktadır (Minsky, 1978: 14). Bu sebeple ekonomide firmaların üç farklı türde pozisyon alması söz konusudur. Bunlar; *Güvenli (hedge) finans*, *Spekülatif finans* ve *Ponzi finans* biçimleridir (Minsky, 1978: 15; Minsky, 1986/2013: 211; Pollin, 1997: 80-81; Palley, 2013: 129):

Bunlardan güvenli (*hedge*) finans uygulayan firmalarda, her dönem için varlıklardan elde edilen nakit akışları, yükümlülüklerle ilişkin nakit akış taahhütlerini aştığı durumu ifade eder. Dolayısıyla tüm dönemler itibariyle güvenli (*hedge*) finansa, net nakit akımlarının beklenen şimdiki değeri daima pozitif olarak gerçekleşir ve bu finansmanda yatırımcının borç yapıları uzun vadeli. Spekülatif finansmanı benimseyen firmalarda ise, her dönem için varlıklardan elde edilen nakit akışlarının nakit yükümlülüklerinin gerisinde kalmasıdır. Bu durum kısa vadeli sözleşmelerden kaynaklandığı için spekülatif finansman durumundaki firmanın yakın vadeli finansal

taahhütlerini yerine getirmesi için borcunu yeniden finanse etmesi gerekir. Spekülatif finansman biçimiyle hareket eden bir firmanın net nakit akımlarının bugünkü değeri düşük faiz oranlarında pozitif, yüksek faiz oranlarında negatif olacaktır (Minsky, 1986/2013: 211). Bu finansman biçimlerinde gelirden yaşanan bir artış ya da azalış finansman birimlerini dönüştürebilir. Gelir yetersizliği durumunda güvenli finansman birimi spekülatif finansmana; gelirden bir artış durumunda ise spekülatif finansman güvenli (*hedge*) finansman birimine dönüşebilir. Fakat ekonomide spekülatif finansmanın ağırlığı arttıkça faiz oranları üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturur ve böyle bir durumda firmaların nakit taahhüt ödemelerinin yanında faiz ödemesi için de borçlanmaları gerekir. Son olarak ponzi finansmanı uygulayan firmaların ise, tüm dönemler itibariyle nakit yükümlülüklerinin, varlıklardan beklenen nakit akışlarını aştığı durumdur. Bu finansman türünde hem anapara hem de faiz ödemesi için gerekli nakit akım tutarının elde edilememesi sebebiyle firmanın giderek daha da fazla oranlarda borçlanması ya da varlık satışı yapması durumunu ifade eder.

Bir ponzi finans biriminin, hem spekülatif birimi etkileyebilen gelişmelere karşı hem de artan borç, kar payı ya da faiz ödemeleri gibi finansal piyasa koşullarına duyarlı olması sebebiyle bilançosu bozulabilir. Spekülatif finansman birimi de borç stokunun ödeme yükümlülüklerinin üstünde olması sebebiyle finansal piyasalardan borçlanması gerekliliğinden dolayı finansal piyasa koşullarına duyarlıyken güvenli (*hedge*) finans birimi değişen finans koşullarından doğrudan etkilenmez (Minsky, 1986/2013: 212-214).

Kısacası bir ekonomide güvenli (*hedge*), spekülatif ve ponzi finansman bileşimlerinin şekli o ekonomideki istikrarın temel belirleyicisidir ve finansal sistemin istikrarı, sağlamlığı veya kırılganlığı da o ekonominin güvenlik marjlarının gücüne, büyüklüğüne ve başlangıçtaki problemleri çözebilme olasılığına bağlıdır. Bu bir ekonomideki sürecin finansal istikrar pozisyonu olarak daha çok güvenli finansman ile finanse edilmesine bağlıdır. Fakat ekonominin genişleme ve daralma dönemleri kapitalist ekonominin doğal yapısı gereği olduğundan, finansal istikrarsızlık süreci genişleme dönemi olan güvenli (*hedge*) finansmandan spekülatif finansmana ve spekülatif finansmandan da ponzi finansmana doğru yönelen bir süreç içerisinde ilerlemektedir (Minsky, 1992: 8). Bu süreçte ekonominin spekülatif ve ponzi

birimlerinin sayısının oranı ne kadar çoksa o ekonomide finansal kırılganlık o kadar yüksek ve şiddetli bir şekilde hissedilmektedir (Pollin, 1997: 81).

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde ortaya koyduğu çerçeve kapalı ekonomi varsayımına dayanmaktadır. Bunun sebebi olarak Minsky'nin hipotezini geliştirdiği dönemde finansal liberalizasyonun henüz gerçekleşmemesi ve gözlemlerini de uluslararası ekonomik gelişmelerden çok fazla etkilenmeyen ABD ekonomisinin işleyişine dayandırması düşünülebilir. Bu şekilde Minsky'nin hipotezini açık ekonomiyi kapsayacak şekilde genişleten iktisatçılardan Arestis ve Glickman (1999)'a göre bir ekonominin dışa açılması, kapalı bir ekonomiye oranla geleceğe ilişkin belirsizlikleri ve kırılganlıkları daha çok arttırmaktadır. Diyelim ki kapalı bir ekonomide güvenli (hedge) finansman yöntemini uygulayan bir firma kendini finanse etmede ya öz kaynaklarını kullanacak ya da uzun vadeli sabit borç faiziyle borçlanacaktır. Fakat açık bir ekonomi varsayımında aynı firmanın aynı zamanda döviz cinsinden gelirleri ve harcamaları varsa, kurlardaki dalgalanmalar güvenli finansman uygulayan firmayı spekülative finansman birimine dönüştürebilecektir. Aynı zamanda firmanın kısa vadeli yabancı para cinsinden borçlanması durumunda borcunun finansmanı için yeniden borçlanması, firmanın hem faiz oranlarındaki değişimlere hem de döviz piyasasındaki dalgalanmalara karşı savunmasız kalmasına sebep olabilecektir.²⁵ Arestis ve Glickman'a göre Minsky'nin sınıflandırmasından yola çıkılarak bu tür bir firma *super-spekülative* finansman birimi olarak adlandırılması gerektiğini belirtmektedir (Arestis ve Glickman, 1999: 9-10).

Bu çerçevede bir ekonominin uluslararası finansal sisteme dahil olmasıyla ekonominin dışa açılmasının etkileri borçlanma ve varlık fiyatları üzerinde etki yaratmaktadır. Bu etki, iyimser beklentilerden dolayı yabancı yatırımcıların o ülkeye yatırım yapmak için ilgilerinin artması, artan varlık fiyatları ve ekonomik birimlerin artan borçlanma eğilimleri üzerinedir (Arestis ve Glickman, 1999: 10). Minsky'e göre bu aşırı iyimserlik ekonomik sistemin yapısal özelliğinden dolayı güven ve refah beklentisinin artmasına sebep olur. Bu süreç içerisinde artan "*refah ve mutluluk*

²⁵ Güneydoğu Asya Krizi açık bir ekonomide yaşanan finansal kriz için iyi bir örnek teşkil etmektedir (Arestis, 2016: 22).

beklentisi zamanla kendini doğrulayan bir kehanet halini alır” (Kozanoğlu, 2011: 32). İyimser beklentilerin yatırımlar ve karlar üzerinde artan etkisi risk iştahını daha da arttırır. Ekonomik birimlerin genişleme dönemlerinde artan borçlanma oranları finansal yapıyı kırılgan bir yapıya sokarak güvenli finansmanı benimseyen firmaların dahi durumlarını kötüleştirebilecek ve finansman yapılarını daha kırılgan hale getirebilecektir. Bir ekonomide firmaların finansal yapılarının kırılgan hale gelmesi ve yüksek borçluluk oranları piyasada istikrarsızlık yaratarak kriz oluşumuna sebep olabilecektir. Minsky’e göre kapitalizm yapısı gereği istikrarsızdır. Bu sebeple ekonomide dalgalanmalar yaşanması ekonomik sistemin gereğidir. Hipotezinin teması, istikrarsızlığın kaynağı olarak yatırımcıların yatırımlarını artan borçlanma oranlarıyla finanse etmeleridir. Artan borçlanma olgusuna bağlı olarak firmanın borç taahhütlerinin firmanın nakit akımlarının üzerinde olmasıyla kırılganlıklarını arttırabilmektedir. Bu sebeple ekonomide finansal ya da reel sistemde yaşanan en ufak bir değişiklik kırılganlık üzerinde daha büyük bir etki yaratabilmekte ve finansal krizler yaşanabilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN FİNANSALLAŞMASI: FİNANSALLAŞMANIN ETKİ KANALLARI BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRME/TARTIŞMA

1. TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

Türkiye ekonomisinin finansallaşma süreci, gelişmiş ülkelere nazaran daha geç başlamış olmakla birlikte Türkiye'de 1980 dönemi öncesine kadar finansal piyasaların az gelişmiş olması sebebiyle finansallaşma olgusuna rastlanmadığı söylenebilir. Çünkü finansal gelişmişlikten bahsedebilmek için borç veya getiri sağlayabilecek etkin bir finansal sistemin ve derinliğin olmasını gerektirmektedir. Türkiye'de finansallaşmanın kendini gösterdiği dönem genellikle 1990 yılları sonrası dönem olarak nitelendirilmekle birlikte 2001 sonrası dönem Türkiye'nin dünya ekonomisinde artan ticaret ve sermaye akımları yoluyla entegrasyonunun arttığı dönem olarak nitelendirilebilir. Bu dönemde düşük enflasyon ve faiz oranlarıyla yüksek büyüme performansı sağlanmış olsa da gerek uluslararası rekabetin sağlanması gerek enflasyon hedeflemesine uyarlanan ücret politikaları, reel ücretler üzerinde baskı oluşturmuştur. Bu durumda Türkiye'de finansallaşma en çok hanehalkının artan kredi talebi ve borçlanmaları üzerinde etkili olmuştur denilebilir.

Bir önceki bölümde finansallaşma Post Keynesyen çerçevede incelenmiş ve finansallaşma makroekonomik ilişkiler bağlamında ele alınarak daha sonra finansallaşmanın etkilerine dikkat çekilmişti. Bunun yapılmasındaki amaç, finansallaşmanın Post Keynesyen bir yaklaşım içinde teorik bir çerçevede değerlendirilmek istenmesidir. Bu bölümde ise finansallaşmanın Post Keynesyen anlayışla tutarlı bir şekilde ilerleyerek Türkiye ekonomisi üzerindeki gelişim süreci ve etkilerine yer verilecektir. Özellikle hanehalkı davranışları üzerindeki tesirlerine geniş yer verilmiş olup finansallaşmanın hanehalkı üzerinde borçlanma yükünü arttırdığı yönünde çokça kanıtlar mevcuttur.

1.1. 1980 Sonrası Dönem: Finansal Liberalizasyon / Reform ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi Süreci

1970’li yılların sonlarına doğru ABD ve İngiltere’de iktidara gelen Reagan ve Thatcher’ın neoliberal söylemleri, kapitalist dünya sisteminin merkez ülkelerinde meydana gelebilecek dönüşümlerin habercisiydi. Bu dönüşümde dünya sistemini oluşturan ülke ekonomileri arasında önce dış ticarete serbestleşme gündeme gelecekti. Türkiye gibi gelişmekte olan çevre ülkelerde oluşturulmuş olan koruyucu-müdahaleci mekanizmalar da yerini zamanla IMF ve Dünya Bankası’nın yönelimleri doğrultusunda liberal politikalara bırakacaktı (Boratav, 2012: 171-172).

1970’lerin sonlarında sermaye birikiminde yaşanan sorunlar finansal sistemde önemli yapısal değişimlerin yapılmasını gerektirmiştir. Bu dönüşüm 1973 yılında yaşanan ve 1979 yılında tekrarlanan petrol krizinin olumsuz ekonomik etkilerinden arınmak amacıyla oluşturulmuştur. Türkiye’nin petrol ve hammadde ithalatına bağımlılığından dolayı ülkede kendini *döviz krizi* olarak göstermiştir. Türkiye’de finansal sistemin serbestleştirilmesi, 1980’li yıllardaki dış borç problemine bir çözüm arayışı olarak ortaya çıkmıştır (Karaçimen, 2015: 143). Bu sebeple 24 Ocak İstikrar Programı’nda gözlemlenen amaç, Türkiye’nin borç ödeyememesi sebebiyle döviz kazanmak için gereken politika dönüşümlerini oluşturmaktaydı. Türkiye’nin serbestleşme sürecinde başlangıçtaki temel amacı “ne pahasına olursa olsun döviz kazanmak” olarak ortaya çıkmıştı (Kazgan, 2009: 121). Birçok geç kapitalistleşmiş ülkede olduğu gibi Türkiye de ticari ve finansal serbestleşme politikaları uygulayarak; ekonomideki bu dar boğazı aşabilmek için çeşitli reformları hayata geçirmiştir (Karaçimen, 2015: 146). Bu reformların yapılmak istenmesinin asıl amacı; ekonominin döviz ihtiyacını karşılamak, ülkedeki büyük holdingleri dünya ekonomisiyle bütünleştirip rekabetçi piyasa şartlarına kavuşturmak ve ithal ikameci sanayi stratejisinden ihracata yönelik sanayileşme stratejisine geçmek olmuştur.

Türkiye ekonomisi için temel dönüşüm olarak nitelendirilen 24 Ocak Programı kapsamında ekonomide dönüşüme sebep olan finansal liberalizasyonun, Uygur (1993)’e göre dört amacı bulunmaktadır: Programın ilk amacı, üretimdeki çıktı oranını azaltmadan, enflasyon oranını düşürmek; ikinci amacı, ihracatı teşvik etmek ve ithalatı serbestleştirmektir. Buradaki amaç cari işlemler açığını yönetilebilir seviyelere

düşürmektir. Finansal liberalizasyonun üçüncü amacı reel faiz oranlarının pozitif hale getirilmesidir. Finansal serbestleşmenin yurtiçi (özel) tasarrufları teşvik edip arttıracığı ve dolayısıyla da yatırımların artacağı yönündedir.²⁶ Dördüncü amaç ise yabancı sermaye hareketlerini serbestleştirmek ve TL'nin konvertibilitesi için önlemler almaktır (Uygur: 1993: 14). Fakat Türkiye'nin serbestleşme sürecindeki temel amaç olan kısa sürede istikrara kavuşmak ve borç ödeyebilmeyi yeniden sağlamak hedefine uygun bir ekonomi paketi olmanın ötesinde yapılanmalar gerçekleştirmiştir (Kazgan, 2009: 123).

Ekonomik ve neoliberal yapılanma sürecinde önemli bir rol oynayan IMF ve Dünya Bankası gibi kurumların etkisiyle Türkiye'de 1980'lerde bankacılık sektörü faaliyetlerinde önemli değişiklikler ve çeşitlenmeler yaşanmıştır. Bankalar sermaye piyasalarında işlemler yaparak devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) almış ve döviz işlemleri yapmıştır. Ayrıca tüketici kredilerinin ve kredi kartlarının verilmesi, birçok bölgeye ATM'lerin kurulması, *forward*, *future*, *swap* ve *opsiyon* gibi finansal hizmetlerin sunulması banka faaliyetlerini çeşitlendirmiştir (Karaçimen, 2015: 152). Ayrıca 1980'lerden sonra banka kuruluşlarının üzerindeki kısıtlamaların gevşetilmesiyle birlikte bu dönemde pek çok holding, banka sermayesini kendi sermayesi içine katma çabasına girince para ve sanayi sermayesinin bütünleşmesi yeni bir ivme kazanmıştır (Gültekin-Karakaş, 2009: 160). Yeldan'a göre, bu dönemde Türk finansal sisteminin gelişimini üç ana süreç oluşturmuştur: İlki, finansal serbestleşme çerçevesinde oluşturulan araçların büyük kısmının kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymetlerin oluşturması; ikincisi TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit (dolarizasyon); üçüncüsü de spekülasyon kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve reel ekonomide sebep olduğu istikrarsızlıktır (Yeldan, 2012: 129-130).

Türkiye'de finansallaşmanın asıl itici gücü ise 1980 sonrası liberalizasyon sürecinin 1989 yılında alınan kararnameyle kısmi liberalizasyondan tam liberalizasyona geçilmesiyle birlikte olmuştur. 1989 yılında *Türk Parasının Kıymetini Koruma*

²⁶Stiglitz (2002: 247)'e göre ekonomik ve politik kalkınma düzeyleri farklı olan ülkelerin yasal düzenlemelerinin farklılıklar göstermesi, finansal liberalleşmenin de farklı yasal çerçevelerle uygulandığını göstermektedir. Bununla birlikte "sermaye piyasalarının liberalleşmesini destekleyen çok az kanıt varken buna karşı yönde dünya kadar kanıt vardır."

Hakkında 32 Sayılı Kararname ile ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmaları önündeki engel kaldırılmış ve finansal liberalizasyon amaçlarında da ifade edildiği gibi TL'nin konvertibilitesi, 1989 yılında ilan edilmiş ve daha esnek bir döviz kuru sistemine geçilmiştir (TCMB). Bu kararname ile tam liberalizasyona gidilerek Türkiye'deki yerleşiklerin bankalardan veya özel finans kurumlarından herhangi bir sınırlamaya maruz kalmaksızın döviz işlemleri yapma hakkı elde edilmiştir. Aynı zamanda yabancı yatırımcılara da devlet tarafından iç borçlanma kağıtları alma imkanı sağlanmış ve ayrıca bankalar ve özel finans kurumlarına da yurtdışından borçlanma imkanı verilmiştir. Sermaye piyasası üzerindeki engellerin kaldırılmasının yanısıra en önemlisi de kısa vadeli sermaye (portföy yatırımları) üzerindeki yasal engellerin kaldırılması olmuştur (Tellalbaş, 2011: 102).

1980'lerin ortalarından itibaren özellikle 1989 yılından sonraki dış finansal serbestleşmeden sonra, yüksek getirili devlet iç borçlanma senetlerine bankacılık sektörü büyük kaynak ayırmış ve kamu borçlanma politikasından en çok fayda sağlayan kesim olmuştur (Gültekin-Karakaş, 2009: 161). Çünkü 1980'lerin sonlarına doğru bankacılık sistemindeki temel gelişme kamu açığının finansmanında Merkez Bankası'nın rolünün azaltılıp bunun yerine ticari bankaların rollerinin ön plana çıkmış olmasıdır. Finansal liberalleşmenin ilk dönemlerinde yüksek faiz oranları, düşük döviz kuru ve vergi indirimleri kamunun artan borç gereksinimiyle birlikte Kamu Borçlanma Gereksiniminde (KBG) artışa neden olmuştur. Esasında kamunun artan borç gereksiniminin DİBS'nin ihracıyla finanse edilmesi mühim bir karardır. Döviz darboğazı sebebiyle Türkiye'de büyük holdinglerin bozulan mali dengesi vergilerinin ödenmesinde zorluk çıkardığından, hükümet fon sağlamak amacıyla farklı yollar bulmayı tercih etmiştir. Bu sebeple Hazine, 1985'te kamu menkul kıymetlerini ihaleye açmış ve ihraç edilen DİBS'leri çoğu bankalar tarafından satın alınmıştır. Bu oran, iç borcun bankalar tarafından finanse edilen kısmı, Hazine istatistiklerine göre 1988 yılında %90'ı bulmaktaydı (Karaçimen, 2015: 147-148).

Sermaye hesabının tam liberalizasyonu gerçekleşmeden önce devletin kamu açıklarının finansmanı yerel kaynaklarla finanse edilirken; 1989 yılından sonra gelinen yeni aşamada sermaye hesabının tam liberalizasyonu yoluyla güvenli ve kolay erişilebilir olan dolar varlıklarından daha yüksek oranda faiz vermesi sebebiyle devletin

mali sorunu daha ağırlaştırılmıştır. Bu da devletin 1990'lı yıllardaki faiz oranları üzerindeki borç yükünün daha da artmasına neden olmuştur. İlâveten, 1990'lı yıllarda uluslararası finansal piyasalardan uygun oranlarda sağlanan fonlar yurtiçindeki bankalar tarafından devlet iç borçlanma senetlerine yüksek getiri sağlaması sebebiyle yatırılıyordu. Bu durum kamunun bankalar aracılığıyla dış piyasalardan borçlandığı anlamına gelmekteydi. Bu da büyük döviz riskleri pahasına hızlı bir kamu borcu birikimine neden oldu. Devlet, ponzi finansmanı olarak tanımlanan finansman yapısına bürünmüştü. Çünkü DİBS'ye verilen yüksek faizleri ancak yeni borçlar vererek karşılayabiliyordu (Akyüz ve Boratav, 2003: 1551-1552).

Öte yandan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu dönemde farklı bir yapısal bozulma meydana getirerek Türkiye'nin finansal piyasalarının kısa vadede spekülâtif kazançlar izleyen uluslararası sermaye hareketlerine karşı açıldı (Boratav, 2012: 186). Özellikle 1989'da tam konvertibilite kararına ulaşan finansal liberalizasyon süreciyle ulusal ekonomiyi uluslararası spekülâtif finansın çıkarları doğrultusunda yöneltmiş ve ekonomiyi sıcak para akımlarına bağımlı hale getirmiştir. Bu süreçte denetimsiz kalan uluslararası sermaye hareketleri reel ve finansal ekonomi açısından bir istikrarsızlık unsuru oluşturmuş ve ulusal ekonominin büyümesi önünde engel teşkil etmiştir (Yeldan, 2012; 128).

Türkiye'nin liberalleşme deneyiminden yola çıkıp birkaç önemli noktadan bahsedecek olursak (Gökçe, 1993: 70-71):

- a. Finansal sektörün doğası gereği istikrarsız/dengesiz olduğu; ekonominin ve piyasaların niteliğine bağılı olarak "kamu yararı" görüşüne sahip olduğunu desteklemektedir.
- b. Gelişmekte olan bir ülkedeki finansal sektörün serbestleşmesi, gelişmiş ülkelerdeki finansal serbestleşmeden çok farklıdır. Bununla birlikte gelişmekte olan bir ülkedeki finansal serbestleşme diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla çok daha farklı bir yolla sonuçlanabilir.
- c. Finansal sektörün serbestleşmesi, ticaretin serbestleşmesinden daha karmaşıktır.

d. İç borç hizmetlerinin kamuya yük haline gelmesi ve devlet tarafından enflasyonist finansmanın önlenmesi için merkez bankasının mali reformu ve bağımsızlığı gereklidir.

e. Sırasıyla, ticaret liberalizasyonu, finansal sektör liberalizasyonu ve cari hesap liberalizasyonu Türkiye tarafından deneyimlenen bir görüştür.

Yülek (1998)'de Türkiye'de mali serbestini etkilerinin incelediği çalışmasında, liberalizasyonun etkilerini öncelikle makroekonomik açıdan değerlendirmiştir. Elde ettiği veriler sonrasında Türkiye'de özel kesim tasarrufları ile yatırımları arasındaki farkın büyüdüğünü, buna karşılık kamu kesimi açısından farkın negatif yönlü büyüdüğü sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla daha önce de ifade ettiğimiz gibi kamu kesimi kendi açığını özel ve dış kesim tasarruflarından borçlanarak giderek artan bir oranda finanse etmiştir. Üretken sektördeki yatırımların payı, toplam pay içerisinde azalmıştır. McKinnon-Shaw hipotezinin aksine Türkiye'de ekonomik büyüme performansı liberalizasyon öncesi döneme göre gerileme yaşamıştır. Finansal (mali) derinlik serbestisinin artmasıyla birlikte toplam banka mevduatları artmış fakat bankaların kanunen ve gönüllü olarak ellerinde tuttukları devlet tahvil ve bonoların artması sebebiyle krediler aynı oranda artmamıştır.

Özetle Türkiye, finansal liberalizasyon deneyimlerine 1980'li yıllardan sonra dünya pazarlarına açılarak başlamış ve tam anlamıyla finansal serbestleşmesini tamamladığı dönem 1990'lı yıllardan sonra olmuştur. Türkiye'de amaç döviz dar boğazına çözüm bulmak ve borçlanma çevrimini gerçekleştirebilecek finansal özelliğe sahip olmaktır. Bu süreçte Türkiye'de öncelikle mal piyasaları serbestleştirilmiştir. TL'nin konvertibilitesi 1989 yılında ilan edilerek daha esnek bir döviz kuru sistemine geçilmiş ve sanayinin 1970'li yıllardaki ithal ikameci stratejisinden ihracata dayalı sanayileşme stratejisi uygulamak amaç edinilmiştir. Özellikle 1990'lı yıllardaki kamu açığı finansmanı bankalar için karlı bir faaliyet alanı haline gelmiş; liberalizasyon sürecinden önce bankaların asıl karlılık aracı kredilerden sağladıkları getiri olurken; bu dönemde kamu borçlanma senetlerinin yüksek faiz getirisi sebebiyle faaliyet alanlarında kamu menkul kıymetlerinin ağırlığı artmıştır. 1990'lı yıllarda ekonominin finansallaştığını gösteren en önemli gelişme, birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye'de de kamu açığı finansman yönteminin önemli bir rol oynamasıdır. Bu

sebeplerle denilebilir ki Türkiye de özellikle kamu iç borç piyasası üzerinden finansallaşma, 1990'lı yıllardan sonra finansallaşmanın derinleşmesine sebep olmuştur.

Finans piyasalarına uygulanan bu reformlar sonucunda Türkiye'de finansal piyasalarda 1990'lı yıllarda *derinlik* sürecinde görece gelişme kaydetmiştir. Fakat bu süreç iktisat literatüründe McKinnon-Shaw hipotezine göre, iktisat kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artmasını ve ekonomik büyümeyi sağlayacak sabit yatırımlar için kredi genişlemesini sağladığı yönündeki gelişmeleri desteklememiştir. Bu teze göre finansal serbestlik tasarrufları ve yatırımları uyaracak ve kalkınma temposu hızlanacaktı. Türkiye'nin liberalizasyon deneyimindeki sonuçlarında da bahsedildiği gibi gelişmekte olan ülkeler arasında bile finansal reform uygulamaları ülkeden ülkeye farklı etkiler yaratabilmektedir (Yeldan, 2012: 129). Öyle ki Türkiye'de finansal liberalizasyon sürecinde, finansal derinlik ve genişleme kamu iç borç piyasası üzerinden gerçekleşerek; ekonominin borçlanma oranını ve ekonomik kırılganlığını artırmıştır. Reel üretim yapısı istikrarsız bir süreç izlemiş, rantiyer tipi davranışlar beslenerek kısa vadeli karlılık amaçlanmış ve nihayetinde gelir dağılımının bozulması sonucunu doğurmuştur. Türkiye'de tam liberal ekonomik düzenin oluşturulmasıyla birlikte 1990'lı yıllardan sonra sık sık ekonomik krizlerin yaşanmasına sebep olmuştur. İlk finansal kriz, 1994 yılında meydana gelmiş ardından 2000-2001 finansal krizleri yaşanmıştır. Sermaye hareketleri serbestleşmesiyle kısa vadeli sermaye hareketleri krizleri tetikleyici unsur olmuştur. Kamu açığının finanse ediliş şekli de Türkiye'nin 2001 krizinde görüldüğü gibi bankacılık sektöründe ve ekonominin genelinde ciddi ekonomik kırılganlıklar yaratmıştır.

1.2. Finansın Genişleme Süreci

1980'li yıllardan 1990'lı yıllara kadar olan süreç, Türkiye'de finansal sistemin geliştirilmesi, derinleştirilmesi ve finansal araç çeşitliliğinin artırılması yönünde reformların başladığı yıllar olmuştur (Gür, 2003: 93). Finans piyasalarına uygulanan reformlar 1990'lı yıllarda derinlik kazanmakla birlikte finansal liberalizasyon, Neoklasik paradigmanda öngörülenin aksine kredi piyasalarındaki gelişmeleri desteklememiştir (Yeldan, 2012: 129). Bunun en önemli sebeplerinden biri ise daha önce bahsettiğimiz gibi 1990'lı yıllarda reel iç borçlanma faiz oranlarının yüksek olması ve DİBS'lerin daha güvenilir olması, bankaların likit varlıklarında yüksek oranda hazine

kağıdı tutmaları olmuştur. Bu oranın 1990-2000 döneminde ortalama % 80 civarında olması, bankacılık sektörünün bilanço kompozisyonunu göstermektedir. Bu değişen kompozisyonda bankaların asli görevi, kredi mekanizması yerine artan kamu kesimi finansman açığına yönelmesi olmuştur (Gür, 2003: 100).

Bankaların ve özel kesimin finans kaynaklarını hazine kağıtlarına yatırmaları, bankacılık sektörünün kaynak yapısını etkileyerek bankaların kredi arzının daralmasına sebep olmuş ve kredi imkanlarını sınırlandırmıştır (Gür, 2003: 92). Bankaların finansman kaynaklarının toplam aktifler içindeki payları ve bilanço yapısındaki değişimin gözlenmesi bu açıdan önemlidir. 2001 Krizi'nden sonra gerek bankacılık reformunun etkisiyle gerekse kamunun borçlanma gereksiniminin azalmasıyla toplam aktifler içinde menkul kıymetlerin oranı azalmış ve kredilerin oranı artmıştır. Kamuda mali alanın²⁷ genişlemesiyle bankaların kredi arzı artmış ve özel kesimin kredi mekanizmasına erişimi kolaylaşmıştır (Tablo 6). Bu anlamda denilebilir ki Türkiye'de 2001 Krizi'nden sonra bankacılık sektörü asli görevi olan kredi mekanizmasına geri dönmüştür. Bu mekanizma özel sektörün finanse edilmesinde ve yatırımlarında kullanılmıştır. Kredi mekanizmasının daha fazla çalışmasında bütçe giderleri içinde ve GSYH içinde faiz giderlerinin payının azalmasıyla bütçenin kaynakları sosyal ve ekonomik anlamda önemli alanlara kaymıştır. Bu alanlardan biri de bütçe giderleri içindeki faiz giderleri payının azalmasıyla oluşan mali alanın kredi mekanizmasına aktarılması olmuştur. Bu aktarım özel sektörün finanse edilmesi ve ekonomik büyüme için bir kaynak yaratması açısından önemlidir.

Tablo 6
Menkul Kıymetlerin ve Kredilerin Banka Toplam Aktifine Oranı, Yüzde (%)

	1990'lı Yıllar	2001	2008	2009	2015	2019 Mart
Menkul Kıymetler/Toplam Aktif (%)	10	38	26	31,5	14	13
Krediler/ Toplam Aktif (%)	46	25	50,2	47,1	63	60

Kaynak: BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, (Aralık 2009, Aralık 2015, Mart 2019) verilerinden derlenmiştir.

²⁷ Mali alan, “devlet bütçesinde kıt kaynakların, orta ve uzun vadede mali pozisyonun sürdürülebilirliği ve hükümetin arzulan bir amacı için (sosyal ve ekonomik) finansal kaynaklar sağlama kapasitesidir” (Doherty ve Yeaman, 2008).

Uygur; finansman kanallarının, yüksek hazine faizi sebebiyle kredi mekanizması ve talep önünde engel teşkil ettiğini yani; kamu borç yükünün faiz üzerindeki olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesinin önemini ifade ettiği çalışmasında (2001: 35):

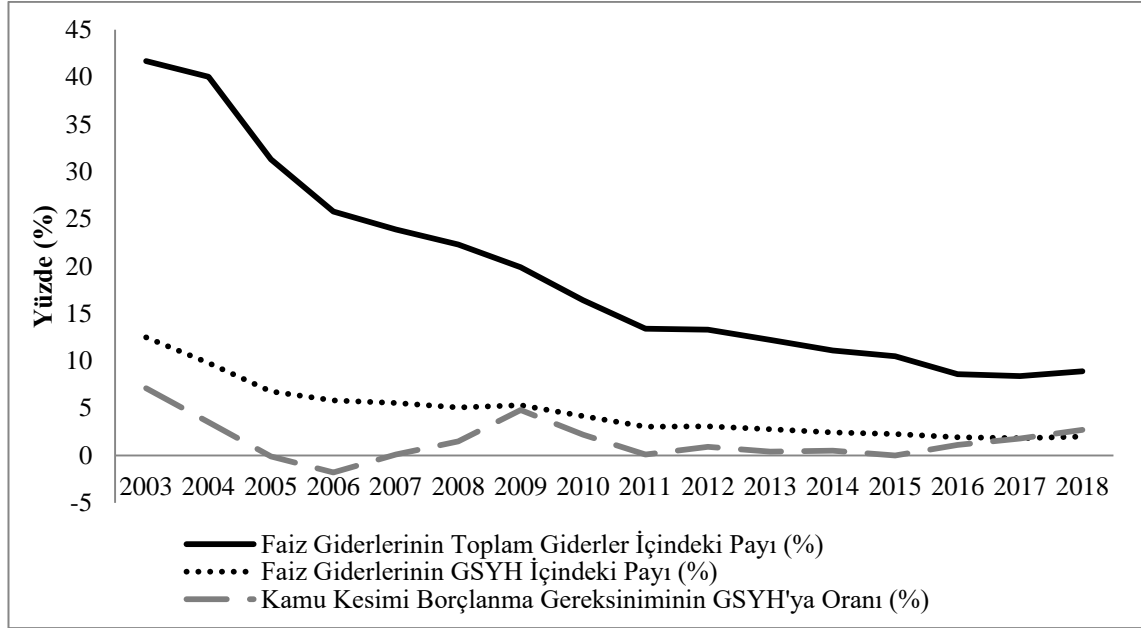
“Türkiye’de de iç talep çöküntüsünü önlemek için hem dış finansman hem iç finansman kanallarının çökmesini önlemek, bu kanalların açık kalmasına özen göstermek önemli görünmektedir. Kabul etmek gerekir ki, çok yüksek hazine faizinde tekrar hortladığı bir ortamda bunun yapılması kolay değildir.” demiştir.

Buna ek olarak, kamunun borçlanma gereği arttıkça faizler üzerinde yukarı doğru oluşacak baskı da artacaktır. Türkiye’deki faiz olgusunu bu olay belirlemekle birlikte yükselen faiz oranları kamu borç yükünü arttıracak ve faiz giderlerinin büyüklüğü devletin harcama alanında “manevra kabiliyetini” engelleyecektir (Eğilmez, 2004; verikaynagi.com). Kamu borçlanma gereğinin ve bütçeden faiz giderlerinin 2003 itibarıyla gösterildiği Şekil 16’da faiz giderlerinin, toplam giderler ve GSYH içindeki payı azalmıştır. 2003 yılında faiz giderlerinin toplam giderler içindeki payı % 41,7 iken; 2017 yılında % 8,4’e kadar düşmüş ve 2018 yılında ise artış eğilimine girmiştir.²⁸ Ayrıca 2003-2008 yılları arasında, yurtiçinde bankaların kredi arzını genişletmesinin en önemli sebebi; kamunun borçlanma ihtiyacının azalması, TL’ye güvenin ve talebin artması, özkaynakların güçlenmesi, büyüme performansının iyileşmesi ve kredi riskinin düşük olması etkili olmuştur (TBB, Mayıs 2009).

Özetle 1990’lı yıllardaki kamu borçlanma gereksiniminin sürekliliğinin, 2001 Krizi sonrasında azalması bütçede kaynakların, kredi verilebilir fonların özel sektöre aktarılmasıyla kredi arzının genişlemesinde etkili olmuştur. Bankacılık sektörü finansal enstrümanların kamu finansmanı yerine kredi mekanizmasının işleyişinde kullanılması ve özel sektöre finansal hizmetler olarak sunulması, Türkiye ekonomisi için olumlu bir gelişme olmakla birlikte; sürecin doğru yönetilememesi mekanizmada bazı sorunlar

²⁸ 2018 yılından itibaren faiz yükü artış eğilimine girmiştir. 2018 yılının ilk sekiz ayında borçlanma maliyetindeki artışlar faiz giderlerindeki artışı belirginleştirmiştir. Bu dönemde faiz giderleri geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 31,5 oranından artarak 50,2 milyar TL olmuştur. Faiz giderlerindeki artışın temel sebepleri; kur artışına bağlı olarak döviz cinsi borçlarla ödenen faizin artmasına ek olarak önceki dönemde yapılan yüksek borçlanma oranları ve 2017 yılından itibaren yükselen borçlanma faizleri olmuştur. Gerek mevcut borç stoku gerekse yeni borçlanma çoğunlukla uzun vadeli olduğu için 2018 yılındaki borçlanma maliyetindeki artış, 2019 yılı ve sonrası için faiz giderlerini arttıracak bir unsur olacaktır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2018).

yaratmıştır. Halbuki özel sektör ve hanehalkının finansal kanallara erişim imkanına kavuşması; kaynakların doğru kullanılması açısından bir imkan yaratırken, finansallaşma sürecinin doğru yönetilememesi olumsuz ekonomik koşullar ortaya çıkarmıştır. Türkiye’de finansallaşma sermaye piyasalarındaki genişlemeden ziyade bankacılık piyasaları paralelinde gelişmesi nedeniyle devam eden bölümde finansın genişleme sürecine dair bankaların aktif rolü üzerinde durulacaktır.



Not: Toplam giderler= personel giderleri+ sosyal güvenlik kurumu devlet primi+ mal ve hizmet alımları+ cari transferler +sermaye transferleri+ borç verme+ yedek ödenekler+ faiz harcamalarından oluşmaktadır.

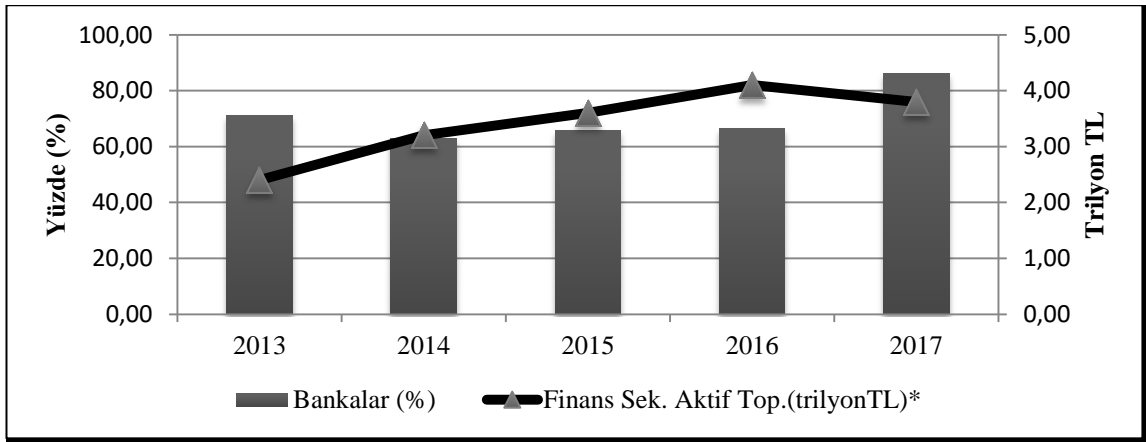
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden derlenmiştir.

Şekil 16
Bütçede Faiz Giderlerinin Payı ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği, Yüzde (%), 2003-2018

1.2.1. Finansal Kesimin Aktif Büyüklüğü ve Bankacılık Kesimi

Türk finansal sisteminin genişleme sürecine aktif büyüklük göstergeleri açısından bakıldığında 2009 yılı sonu itibariyle 1,4 trilyon TL’ye ulaştığı görülmektedir. Türk finans sektörünün aktif toplamı 2013 yılı sonu itibariyle Borsa İstanbul (BİST) dahil, 2,4 trilyon TL’ye yükselmiştir. 2014 yılında ise Türk finans sektörünün aktif büyüklüğü artmaya devam ederek 3,6 trilyon TL’ye ulaşmış olup; finansal sektörün GSYH’nın yaklaşık 1.8 katına ulaşmıştır. Bu oranlar 2015, 2016 ve 2017 yılı sonu itibariyle sırasıyla 3,6 trilyon, 4,1 trilyon ve 3,8 trilyon TL’ye ulaşmıştır. Finansal

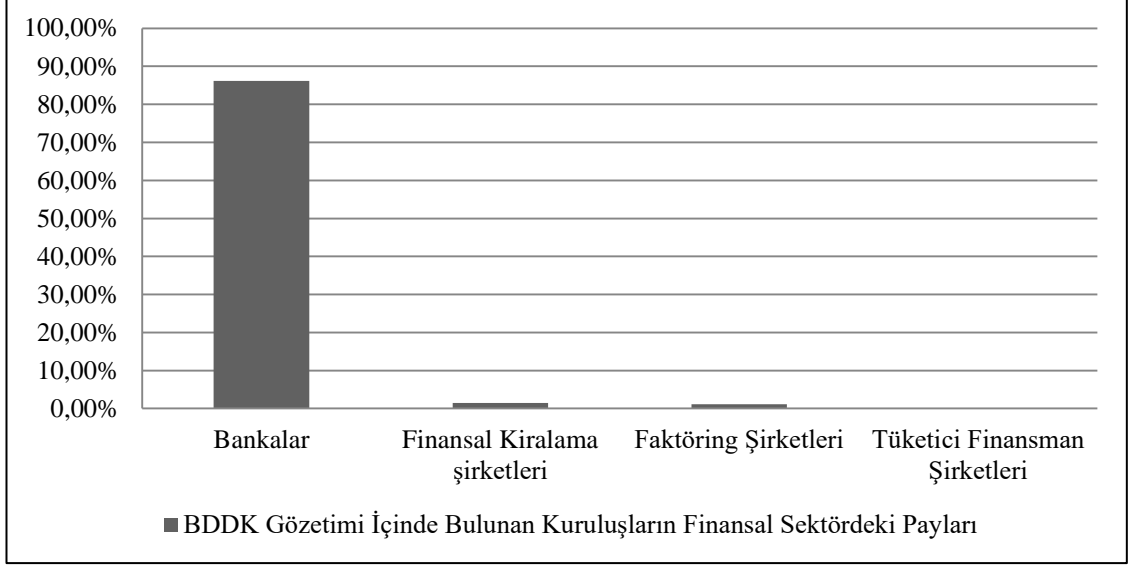
kurumların toplam aktiflerindeki bu artış eğilimi, Türkiye’deki finansallaşma göstergelerindeki değişim ve gelişim için önemli göstergeler sunmaktadır. Şekildeki diğer parametrede bankacılık sektörünün toplam finansal sektör içindeki payına yer verilmiştir. Burada amaç, bankacılık kesiminin Türk finansal yapısındaki ağırlığını ifade etmektir. 2013-2017 yılları arasındaki verilerden de analiz edildiği gibi bankacılık sektörü finansal kesimde ağırlığını korumuştur ve 2017 yılı sonu itibarıyla bankacılık kesiminin finansal piyasadaki ağırlığı % 86,2 gibi büyük bir paya sahiptir (Şekil 17). Bu da Türkiye’de finansal kesim içinde bankacılık sektörünün ağırlığını ve önemini göstermekle beraber Türkiye’nin finansallaşmasının daha çok bankacılık faaliyetleri üzerinden gerçekleştiğini göstermektedir. Bankacılık sektörünün ağırlığının 2017 yıl sonu itibarıyla elde edilen verilerle finansal sektörlerin bilanço büyüklüğü içinde ayrıca analiz ettiğimizde ise; bankaların finansal sektör içindeki pazar payının finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri ve tüketici finansman şirketleri ile ilişki kurulabilmektedir. Bu oranlar sırasıyla % 86,20; % 1,5; % 1,10; % 0,1’dir (Şekil 18). Bu da bize Türkiye’de sermaye piyasalarının pek gelişmediğini ve halkın tasarruflarını genellikle bankalarda değerlendirildiğini göstermektedir (BDDK, Yıllık Faaliyet Raporu)



Not:*BİST dahil hesaplı verilerdir.

Kaynak: BDDK, Yıllık Faaliyet Raporu (2013-2017) raporlarından derlenmiştir.

Şekil 17
Türk Finans Sektörü Aktif Toplamı ve Banka Sektörünün Payı

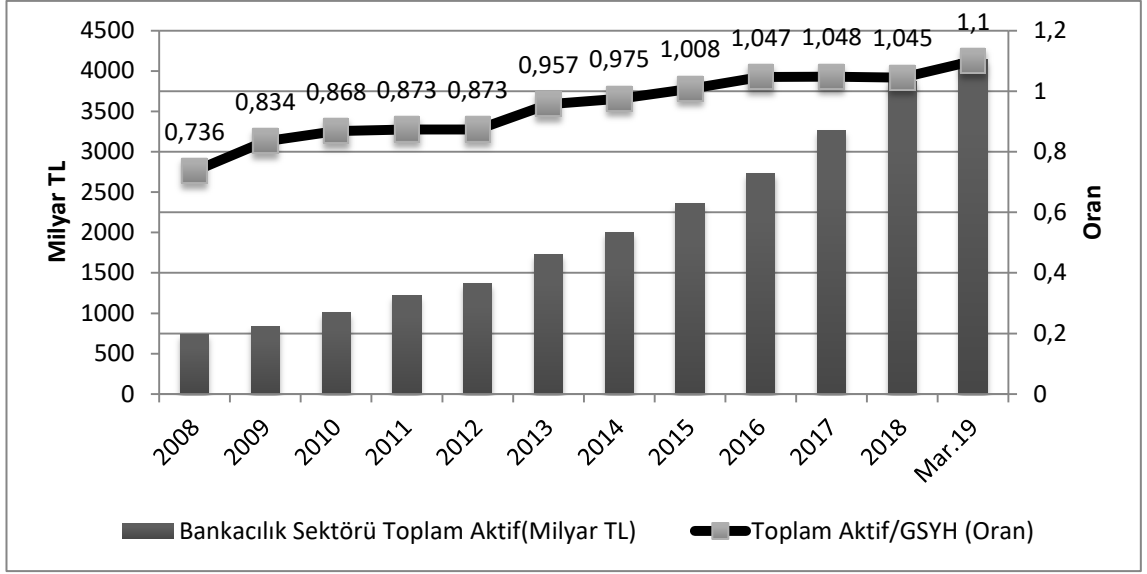


Not: *2017 yılsonu itibariyle hesaplanan verilerdir.

Kaynak: BDDK, Yıllık Faaliyet Raporu, 2017.

Şekil 18 **Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı (%)***

Şekil 19 ise bankacılık kesiminin GSYH'ya oranla toplam aktif büyüklüğünün değişimini göstermektedir. Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü 2008 yıl sonu göstergesinde 656.835 milyar TL iken, 2010 yılında 1.007.556 milyar TL seviyesine yükselmiş ve Eylül 2018'de ise en yüksek seviyeye ulaşarak 4.211 milyar TL'ye ulaşmıştır. Aralık 2018'de ise 3.867 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Türk Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün GSYH'ya oranı 2018 yılı itibariyle 1,045 olarak gerçekleşmiştir. Bu da bize Türk finansal sektörü içinde bankacılık sektörünün ağırlığının sermaye piyasalarına göre daha çok geliştiğini göstermektedir.



Not: Bankacılık sektörü aktif toplamaları Aralık verilerinden oluşmaktadır; GSYH verileri ise harcama yöntemiyle cari fiyatlarla elde edilmiş verilerden elde edilmiştir.

Kaynak: BDDK, Bankacılık Sektör Raporu (Aralık 2018); TÜİK verilerinden hesaplanmıştır.

Şekil 19
Bankacılık Sektörü Toplam Aktif Büyüklüğü / GSYH

1.2.2. Finansal Aracılık Hizmetleri ve Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları²⁹

Türkiye’de finansal genişleme sürecini finansal aracılık hizmetleri ve finansal hizmetlere erişim kanallarından izlemek mümkündür. Finansal aracılık hizmetleri (FAH) finansallaşma sürecinin önemli göstergelerinden biri olarak ulusal gelirden aldığı payı karşılamaktadır (Uygur, 2003):

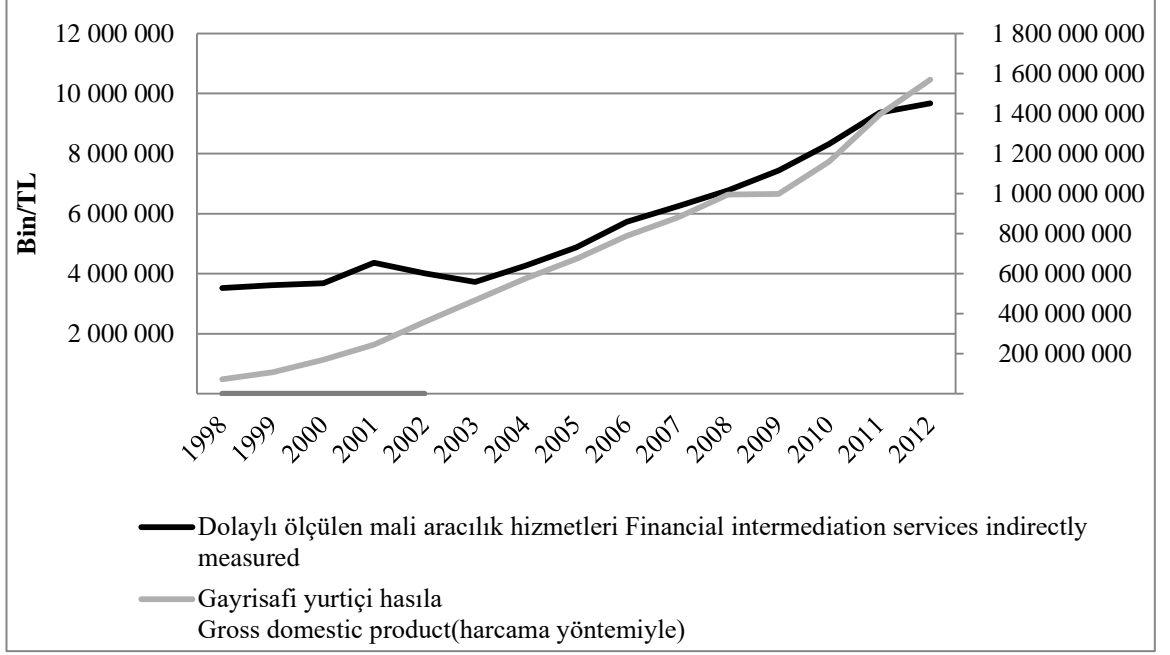
i. Türkiye’de finansal aracılık hizmetlerini kapsayan yıllar (1998-2012) arasında bir değerlendirme yapıldığında; Şekil 20’de görüldüğü gibi finansal aracılık hizmetleri özellikle 2001 Krizi’nden sonra hızlı bir şekilde yükselmiştir ve FAH, GSYH’nın büyüme hızına uyum sağlamıştır denilebilir. 1998’de, FAH 3.518.398 bin TL iken, 2012 yılında 9.675.179 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Uygur (2003)’e göre FAH’nın Türkiye’de diğer OECD ülkelerine oranla yüksek olması finansal şişkinliğin göstergesi

²⁹Türkiye’de finansal genişleme sürecinde finansal sektörün bir derinlik yaratmadan giderek şişmesine sebep olan bazı makroekonomik koşullar ve mekanizmalar vardır. Uygur (2003)’ün tanımlamasına göre bu mekanizmalar “Finansal Aracılık Hizmetleri (*Financial intermediation services*)” ve bankacılık şube ve personel sayısını da içeren, “Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları” olarak iki noktada ele almak mümkündür.

olmakla birlikte FAH'daki şişme ve dalgalanma makro anlamda kamu açığı, enflasyon ve sermaye hareketleri ile ilgilidir.

ii. *Türkiye'de finansal hizmetlere erişim kanallarının* (2000-2018) dönemleri arasındaki değişimin miktar cinsinden gösterildiği Tablo 7 'ye göre; banka sayısı 2000-2001 krizleri sebebiyle azalmış ve 2018 yılına gelindiğinde 34 mevduat, 13 kalkınma ve yatırım ve 5 adet kalkınma bankası mevcuttur. Banka şube sayısı ve personel sayısı genel olarak artış göstermektedir. Fakat ATM sayısının 2000'li yıllarda 12.000 (bin adet) olan sayısı 2018 yılına gelindiğinde 51.941 (bin adet)'e yükselmiştir. Bu durum bize bankacılık işlemlerinin özellikle hanehalkı için aktif rol oynamaya başladığını göstermektedir. Ayrıca Türkiye ekonomisindeki finansallaşmasının geçirdiği değişimin göstergesi olarak değerlendirilebilir. ATM'lerdeki artış, ihtiyaçlarla paralel olarak, banka kartı ve kredi kartı adetleri ve kart işlem hacimlerindeki gözlenen artışa paralel olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacimlerinin GSYH içindeki payındaki artış; hanehalkının tüketim, harcama ve borçlanma anlayışının değişmesi olarak yorumlanabilir.

Tüm bunlara ek olarak son yıllarda ülkemiz bankacılığı, artan bir şekilde teknoloji kullanımına önem vermekte ve teknoloji kullanımında artan oranda bir yoğunluk yaşamaktadır. ATM, POS, telefon gibi klasik teknolojik ürünlerini küreselleşen ve hızlanan finansal sisteme ayak uydurmaya çalışmaktadır. Ayrıca bankalarımız müşterilerine daha iyi ve sürekli hizmet sunabilmek amacıyla 24 saat hizmet sunabilmek amacıyla *çağrı merkezi, internet bankacılığı, müşteri ilişkileri yönetimi* gibi yeni uygulamaları devreye sokmaktadır (Keskin, 2000: 32). Bu doğrultuda özellikle elektronik (internet) bankacılığı önemli bir rol almaktadır. Tabloda görüldüğü gibi 2000 yılında 1,9 milyon olan aktif müşteri sayısı 2018 yılında 32 milyon aktif müşteriye ulaşmıştır. Bu durum gerek hanehalkının gerekse şirketlerin işlemlerini daha kolay, hızlı ve daha düşük maliyetle gerçekleştirmesi anlamına gelmekle birlikte bankacılık uygulamalarına daha çok hanehalkının içerilmesine ve hanehalkının finansallaşmasına sebep olmaktadır.



Not: GSYH, harcama yöntemiyle cari fiyatlarla hesaplanmış verilerdir. Sol eksenindeki veriler finansal aracılık hizmetleri verileri iken sağ eksenindeki veriler GSYH verileridir.

Kaynak: TCMB, Finansal Hesaplar Raporu, 2018-IV ; TÜİK verilerinden derlenmiştir.

Şekil 20
Finansal Aracılık İşlemleri (*Financial Intermediation Services*) ve GSYH, 1998-2012

Tablo 7
Finansal Hizmetlere Erişim Kanalları, 2000-2018

	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018*
Banka Sayıları	79	51	49	52	52	51	52
Mevduat Bankaları	61	34	32	34	34	34	34
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	18	13	13	13	13	13	13
Katılım Bankaları	-	4	4	5	5	5	5
Banka Şube Sayısı	7,984	6,568	10,066	12,269	11,747	11,585	11,547
Personel Sayısı	170,401	138,724	189,069	201,205	196,699	193,504	193,177
ATM (Bin Adet)	12,0	15,0	28,0	48,277	48,421	49,847	51,941
POS (Bin Adet)	299	1,141	1,824	2,158	1,746	1,656	1,586
Banka Kartı (Bin Adet)	29,5	48,243	69,917	112,384	117,011	131,593	146,375
İşlem Hacmi (Milyon/TL)	-	-	217,064	494,642	580,274	669	697
İşlem Hacmi (GSYH/yüzde)	-	-	18,7	21,2	22,4	21,6	21,5
Kredi Kartı (Bin Adet)	13,4	29,978	46,956	58,215	58,795	62,453	66,604
İşlem Hacmi (Milyon/TL)	-	-	217,648	546,086	601,688	679	709
İşlem Hacmi (GSYH/yüzde)	-	-	18,8	23,4	23,1	21,9	21,6
İnternet Bankacılığı Aktif Müşteri Sayısı (Milyon)	1,9	3,2	6,7	16,2	20,4	29,5	32

Not: *2018 Mart verilerinden derlenmiştir.

Kaynak: TBB; BDDK, Bankacılık Sektör Raporu (2000-2018); BKM Faaliyet raporu (2010-2018) verilerinden derlenmiştir.

2. TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ FİNANSAL KRİZLERİ (1991-2001) POST KEYNESYEN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK (KIRILGANLIK) YAKLAŞIMIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle Türkiye'nin 1991-2001 yılları arasında yaşadığı finansal krizler ele alınıp; Türkiye ekonomisindeki finansal krizler ikinci bölümde açıklanan Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık (kırılganlık) yaklaşımından yola çıkılarak değerlendirilecektir.

2.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler

Türkiye ekonomisi 1970'li yılların son yıllarından itibaren yaşadığı zayıf ve dengesiz politikalar sonucunda 1990'lı yıllardan itibaren sık sık finansal krizlere maruz kalmıştır. Türkiye, 1970'li yılların son iki yılında karşı karşıya kaldığı ödemeler dengesi sorununa ve borç krizine tepki olarak, 1980'li yıllara askeri rejim altında sürdürülen ve bir kalkınma stratejisine geçişin başarılı örneklerinden biri olarak nitelendirilen dışa açık bir kalkınma stratejisine geçmiştir. Sermaye hesabının denetim altında tutulduğu 1981-1989 yıllarına nazaran 1990'lı yıllar ve sonrası *açık sermaye hesabı* dönemi olarak nitelendirildiğinde ekonominin büyüme-daralma politikasının belirlenmesinde 'kopma' meydana geldiği anlaşılmaktadır. Ayrıca Türkiye ekonomisi 1989 yılından sonra, kamu maliyesi disipline sokulmadan (bütçe dengesi sağlanmadan) ve enflasyon kontrol altına alınmadan mahalli finans piyasalarında liberalizasyona gitmiştir. Böylelikle yüksek kamu açıkları veren, yüksek enflasyon ve bir dizi yapısal zaafardan muzdarip olan Türkiye ekonomisi, uluslararası sermaye hareketlerinin inişli çıkışlı dalgalanmalarına maruz kalmış; ekonomik büyümesi kısa vadeli spekülasyon sermaye ataklarına karşı savunmasız kalmış ve bu sebeplerle istikrarlı bir büyüme sergileyememiştir (Akyüz ve Boratav, 2002: 17-18; Boratav, 2012: 216).

İktisadi yapısı 1989 yılı sermaye hareketlerinin tam serbestleştirilmesiyle şekillenen Türkiye ekonomisinde bir yandan neoliberal küreselleşme olgusunun yaygınlaşması bir yandan da kamu kesimi dengesinin bozulması sebebiyle liberalizasyonun etkilerini 1992'den sonra belirgin olarak yaşanmaya başlamıştır. Hazine, tahvil ve bono faiz oranlarındaki yükseliş, özel sektörün reel sektör yerine finansal sektöre yatırım yapmasını cazip hale getirmiştir. Yükselen banka kredileri sebebiyle reel sektör, finansman problemi yaşamaya başlamış, ayrıca serbestleşen ulusal

ve uluslararası piyasalardaki kısıtların kalkması ulusal kaynakların reel üretken sektörlerde sabit sermaye yatırımlarına dönüşmesini engellemiştir. Derinleştirilmesi planlanan finans piyasalarıyla kaynakların reel yatırımlara dönüşmesi önlenmiş ve finansal piyasalar kısa vadeli spekülâtif yabancı sermaye hareketlerinin “parasal kazanç oyunları” (*casino capitalism*) haline gelmiştir. Diğer yandan da yükselen faiz oranları kamu kesiminin finansal dengesini istikrarsız bir yapıya bürümüştür. 1990-93 döneminde yükselen ekonomik konjonktürün sonucu olarak, artan bütçe açıkları ve cari işlemler açığı 1994 yılında finansal krize sebep olmuştur (Işık, 2004: 63-64; Bağımsız Sosyal Bilimler İktisat Grubu, 2001: 9).

1994 finansal kriziyle dönemin hükümeti 5 Nisan 1994³⁰ yılında IMF ile bir stand by anlaşması yaparak yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Fakat hükümetin ciddi bir çaba göstermemesi sebebiyle Türk Hükümeti IMF gözetiminde yeniden enflasyonu düşürme programı uygulamış, enflasyon ve mali dengesizlikle ilgili bir başarı elde etmesine karşın faiz oranı üzerindeki baskıyı azaltamamıştır. Gerek 1999 yılındaki seçimler ve yaşanan depremler gerekse 1998’de Rusya’da yaşanan kriz kamunun bütçe dengesini daha da kötüleştirmiştir. 1998 yılında kamu borcu ve kamu bankalarının görev zararları GSYH’nın % 40 iken 1999 yılında % 60’lara kadar yükselmiştir. Bu da Türkiye ekonomisine olan yurtiçi ve yurtdışı güvenini olumsuz yönde etkilemiştir (Işık, 2004: 64).

Türk Hükümeti, Aralık 1999’da sürdürülmesi olanaksız görünen enflasyonu aşağı çekmek ve iç borç yığınınını durdurmak amacıyla IMF ve Dünya Bankası destekli ve döviz çapası içeren yeni bir istikrar programı daha başlatmıştı. Fakat 2000 yılının Kasım ayında ekonomide ciddi sorunlar ortaya çıkmış ve program ancak IMF’nin yardım paketiyle ayakta kalabilmişti. Programın devam eden aylar içerisinde sürdürülmesinin mümkün olmadığı belli olmuş ve sonunda TL üzerine yoğun saldırılar ve hızlı sermaye çıkışı yaşanması üzerine de 22 Şubat 2001 yılında kur çapası terk edilerek yerine yine IMF’nin tavsiyeleriyle serbest-dalgalı kur rejimi uygulanmaya

³⁰ 5 Nisan 1994 kararı olarak bilinen ekonomik istikrar programları kapsamında şu hedefler belirlenmiştir: 1) Kamu gelirlerini arttırmak (petrol tüketim vergisi), 2) Kamu harcamalarını azaltmak, 3) İhracatı teşvik etmek ve dövizini arttırmak, 4) Para politikalarında Merkez Bankası’nın kontrolünü arttırmak, 5) Özelleştirme ve vergi reformunu gerçekleştirmek. Bu hedefler daha sonra ilerleyen dönemlerde uygulanacak olan istikrar ve reform programlarının da alt konularını oluşturmuştur (Eroğlu, 2014: 115).

konulmuştur. Benzer finans krizlerinin de yaşandığı diğer ülkelerde gözlendiği gibi kurdaki düzeltmede önemli bir hedef aşımı oluşmuş ve faiz oranları hızla artarak 2001 yılında ekonomi ciddi oranda küçülmüş ve Şubat 2001’de yeni bir ekonomik kriz yaşanmıştır (Akyüz ve Boratav, 2002: 14-15).

Akyüz (2004)’e göre Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin kur istikrarsızlığına karşı görece yüksek kırılganlığın (*vulnerability*) belli başlı nedeni döviz cinsinden edinilmiş kamu ve özel sektör borç stokudur (*pasiflerin dolarizasyonu-liability dollarization*). GOÜ’lerin makroekonomik istikrarı sağlayabilmeleri için sermaye akımlarında ve kurlarda yükselme-daralma çevrimini önlemek gerekmektedir. Parasal ve finansal istikrarı sağlayabilmek için özellikle sermaye girişlerinde ve yerel paranın değerinde sürdürülemeyecek ciddi ve hızlı artışların kontrol altına alınması gerekmektedir. Sermaye akımlarını bu şekilde kontrollü yönetilmesi, kur rejimi ve sermaye rejimi arasında yüksek oranda bir tutarsızlığı gerektirdiği gibi “devresel dalgalanma karşıtı para politikası ile düzenleyici politikaların makul bir birleşimini gerektirmektedir” (Akyüz, 2004: 7-8).

2.2. Türkiye’de 1991-2001 Dönemi Arası Krizlerini Finansal Kırılganlık Yaklaşımı Çerçevesinde Yorumlanması/Değerlendirilmesi

Türkiye ekonomisinde, 1989 yılında sermaye önündeki tüm engellerin kaldırılmasıyla, 90’lı yıllar ve sonrasında kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerine dayalı suni ekonomik büyümeye yüksek enflasyon oranları eşlik etmiştir. Spekülasyon sermaye akımlarına dayalı bir büyüme deneyimi Türkiye’de krize meyilli bir finansal yapıyı beraberinde getirmiştir. Nitekim Türkiye’de finansal liberalizasyonun daha çok hissedildiği 90’lı yıllardan sonra, 1994 yılında ve 1999-2001 yıllarında iç kaynaklı büyük finansal krizleri deneyimlemiştir. Bu krizleri, bir önceki bölümde açıkladığımız Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık/Kırılganlık yaklaşımıyla incelemek, finansal krizleri Post Keynesyen anlayış içerisinde anlamak açısından önemlidir.

Işık (2004)'ın, Türkiye ekonomisindeki finansal krizlerin oluşumunu Post Keynesyen finansal kırılganlık yaklaşımı çerçevesinde ele aldığı çalışmasına göre³¹ Türkiye ekonomisinin 1990'lardan itibaren diğer yükselen ekonomilerde olduğu gibi finansal piyasaların liberalizasyonu ile birlikte piyasaların, hem istikrarsız dalgalanma hem de yaşanan sık finansal krizler sebebiyle Post Keynesyen finansal kırılganlık yaklaşımını destekler özelliktedir. Arestis ve Glickman (1999)'a göre ise bir ekonominin dışa açılması borçlanma ve varlık fiyatları üzerinde etki yaratmaktadır. Çünkü liberalizasyon, gelecekle ilgili belirsizlikleri ve kırılganlıkları daha çok arttırmaktadır. Türkiye'nin 1995-97 dönemi iyimser beklentilerle uyumlu olduğu bir dönem olarak değerlendirilirse; bu dönemlerde, yabancı yatırımcıların ülkeye ilgilerinin artması, artan varlık fiyatları ve ekonomik birimlerin de borçlanma eğilimine daha yatkın olmaları gibi etkenlere sebebiyet vermiştir. Bu da ekonomiyi süreç içerisinde *hedge finans* biriminden *ponzi finans* birimine dönüştürebilmektedir (Arestis ve Glickman, 1999: 10; Minsky, 2013; Minsky, 1978; Işık, 2004: 74).

Işık (2004)'a göre ayrıca Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllar sonrasında ekonominin dış finansal kırılganlığını besleyen yüksek cari işlemler açığı ve devletin kamu dengesindeki açıklar; reel faizin, genellikle reel kar ve reel sermaye birikiminin çok üzerinde olmasına sebep olmuştur. Yüksek faiz ekonomideki kaynakların reel sektör yerine kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanımına sebep olmuş, kaynakların reel kesime aktarılması yerine kamu kesiminin bütçe açıklarının finansmanını sağlamak için kullanılması neticesinde sermaye birikimi ve karlar üzerinde olumsuz etkiler yaratarak finansal kriz koşullarını yaratmıştır (Işık, 2004: 75).

Erdoğdu ve Balseven (2006)'e göre dikkat çekilmesi gereken, düzensiz sınır ötesi sermaye akımları ile sık sık görülen finansal kriz arasındaki bağlantıdır. Kısa vadede gerçekleşen sermaye girişleri, finansal krizlerin sıklığında çarpıcı bir artışa yol açan önemli bir faktördür. Büyük sermaye akımlarına karşı savunmasındaki kırılgan

³¹ Işık (2004)'ün ele aldığı çalışmasında Türkiye'nin 1991-2001 dönemi finansal krizleri, yazarın elde ettiği "Minskiyen Dışsal Finansal Kırılganlık Endeksi" ve "Minskiyen Makro Finansal Yapısındaki Değişme" verilerin hesaplandığı ayrıntılı analizleri ve açıklamaları için bkz. (Işık, 2004: 63-74).

finansal altyapıları göz önüne alındığında, sınırlandırılmamış (*unrestricted*)³² sermaye akımlarının gelişmekte olan piyasa ekonomilerini ciddi şekilde etkilediği görülmektedir. Örneğin Meksika Krizi (1994/95), Rusya Krizi (1999), Brezilya Krizi (2000), Türkiye Krizi (2000/01) ve son olarak Arjantin Krizi (2002) neoliberal küreselleşme dalgasının önemli unsurlarından olan ani finansal liberalizasyon uygulamalarından, küresel piyasalara erişimin kolaylaşmasından ve kısa vadeli finansal spekülasyon dalgalarından sonra ortaya çıkmıştır (Erdoğan ve Balseven, 2006: 110). Dolayısıyla finansal kırılganlık yaklaşımı, Türkiye gibi GÜ'lerin uluslararası finansal piyasalarda bütünleşmesiyle iç ve dış ekonomik şoklara karşı daha duyarlı olmasına yol açmaktadır.

Özetle, Post Keynesyen finansal kırılganlık yaklaşımında kapitalist ekonomiler yapısı gereği istikrarsızdır ve krizler, kapitalizmin doğasına içkindir. Türkiye'deki finansal krizlerin finansal kırılganlık yaklaşımına uygun bir konjonktür çizmesi, ekonominin yapısı gereği istikrarsız bir süreç izlediğini göstermektedir. Ekonominin büyüme dönemlerinde artan risk ve borçlanma eğilimine bağlı olarak finansal kırılganlık artmakta ve ekonominin finansman türü spekülatif ya da ponzi finans birimine dönüşmektedir. Olumlu beklentilerin beslediği finansal yükümlülük seviyesindeki artış oranının, finansal varlıkları aşmasıyla sistem içerisinde yaşanan içsel veya dışsal şoklar zaten kırılgan hale gelmiş olan ekonomiyi finansal krizlere daha sık sürüklemektedir.

3. FİNANSALLAŞMANIN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Post Keynesyen makroekonomik anlayışa göre, finansallaşmanın reel ekonomi üzerinde etki kanallarına yönelik üç farklı çıkarım vardır (Hein, 2012: 476): *İlki*, finansallaşmanın artan etkileri dolayısıyla finansal olmayan firmaların hedefleri ve karşılaştığı kısıtlar ekonomiyi bir bütün olarak etkileyecektir. Artan hissedar gücü ile birlikte, uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarının yerini kısa vadeli karlılık anlayışı alacaktır. Öte yandan şirketlerin faiz ve temettü ödemelerindeki artışı karşılamaları sebebiyle, şirketlerin yatırım projelerini finanse edecek kaynaklarda azalma meydana gelecektir. *İkinci olarak*, finansal piyasaların serbestleşmesi, krediye kolay ulaşım gibi

³² Finansal istikrarsızlık hipotezi, finanse edilen sermaye varlıklarının kontrol biçimine ya da sermaye biçimi sahipliğine önem verir (Minsky, 1986/2013).

fırsatlar sebebiyle hanehalkının servet bazlı ve borç bazlı tüketimi artacaktır. *Son olarak* da gelirin dağılımı hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasındaki değişen güç ilişkisinden etkilenecek tüketim ve yatırımı etkileyecektir. Bu bölümde, finansallaşmanın Türkiye ekonomisindeki etkileri mercek altına alınarak, bir önceki bölümde incelenen Post Keynesyen anlayışla tutarlı bir şekilde, ilk olarak finansallaşmanın hanehalkı tüketimleri ele alınıp daha sonra reel sektör yatırımları ve gelir dağılımı üzerindeki etkilerini değerlendirerek değerlendirmeye çalışılacaktır.

3.1. Hanehalkı Davranışları Üzerine Etkileri

Hein (2009)'a göre finansallaşmanın hanehalkı üzerindeki etkisi; hanehalkı serveti, hanehalkı borçluluğu ve hanehalkı tüketimi arasındaki mekanizmaya dayanmaktadır (Hein, 2009: 11). Böyle bir mekanizma bir önceki bölümde ifade edildiği gibi Palley (1994) tarafından iş çevrimi modeline (*business cycle model*) dahil edilmiş ve model finansallaşmanın hanehalkı üzerindeki tesirlerini açıklaması yönünden önemlidir: İş çevrimi modelinde düşük marjinal tüketim eğilimine sahip olan yüksek gelirli hanehalkından, tüketim eğilimi yüksek olan düşük gelirli hanehalklarına doğru artan borçluluk düzeyi yoluyla satın alma gücü transferi gerçekleşir. Tüketim eğilimi yüksek hanehalkı grubunda artan borçlardaki faiz ödemeleri toplam talep üzerinde bir yük haline gelir. Çünkü satın alma gücü bu süreçte düşük gelir gruplarından yüksek gelir gruplarına doğru ters yönde yeniden dağılır (Palley, 1994: 372-373). Bu durum Türkiye'de özellikle 2001 sonrası dönemde finansal (bankacılık yapısal reformları) ve reel sektörde gerçekleşen yapısal dönüşümlerin ve politikaların etkisiyle hanehalkının davranışları üzerinde ciddi tesirler yaratmıştır. Biriken sermaye dinamikleri, olumlu bekleyişler ve ertelenmiş tüketimler, serbestleşen ticaret ve sermaye akımlarının etkisiyle hanehalkı kredi arz ve talebi artmıştır. Kredilerle finanse edilen tüketim oranlarındaki artış ve bununla birlikte aynı oranda artmayan reel ücret seviyeleri hanehalkı borçlanma oranları üzerinde baskı oluşturarak hanehalkı borçluluğunu arttırmıştır. İzleyen kısımda finansallaşmanın hanehalkı davranışları üzerindeki etkilerinde ilk olarak; üretim, dış ticaret yapısındaki dönüşümün ücretler üzerindeki baskısı, ikinci olarak; tüketicinin artan tüketim kalıpları son olarak da hanehalkı borçluluğunu oluşturulan veriler ışığında değerlendirilecektir.

3.1.1. Üretim, Dış Ticaret Yapısındaki Dönüşüm ve Ücretler

Türkiye'nin 2001 Krizi sonrasındaki sermaye birikiminin seyri, ekonominin ticaret ve sermaye akımları yoluyla dünya ekonomisiyle artan bütünleşmesine karakterize olmuştur. Bu dönemde Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımlar ve dış borçlar aracılığıyla sermaye girişleri hızlanmış; artan uluslararası entegrasyon sebebiyle ithalat ve ihracat kapasitesi artmıştır. Fakat son dönemlerde Türkiye ekonomisinin eğilimi; istihdamı arttırmayan hızlı büyüme, ithalat ve ihracatta artış, yüksek seviyede cari açık, sermaye hesabı fazlası, yüksek oranda rezerv birikimi ve artan dış borçlar olmuştur (Ergüneş, 2009a: 3; Karaçimen, 2015: 161). Bu ekonomik göstergelerin Tablo 8'den de yorumlanabildiği gibi Türkiye ekonomisinin finansal piyasaların tetiklediği 2008 küresel krizin etkisiyle 2008-09 yılları arasında yaşadığı daralma dışında yüksek büyüme ivmesi yakalamış ve 2010-15 yılları arası büyüme oranı % 7,3 iken; 2016-18 yılları arasında % 4,8 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'nin dünya ekonomisiyle artan entegrasyonu dış ticaret hacmini genişletmekle birlikte ekonomide bazı kırılmalıklar yaşanmasına sebep olmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle sermaye sıkıntısı çeken Türkiye yüksek faiz oranı vasıtasıyla ülkelerin tasarruflarını kendisine çekmek ve ekonomik etkinliğini arttırmak istemiştir (Kazgan; 2000: 16). Böylelikle 2001 Krizi sonrasında Türkiye'de sermaye girişleri artmış ve yerli para değer kazanmıştır. Değerlenen para da cari açık sorunsalını yaratarak, ithalat oranlarında artışa sebep olmuştur. Devam eden tabloda (Tablo 9) açıklanan mal gruplarına göre ihracat ve ithalat oranları Türkiye'deki bu cari açık sorunsalı hakkında bilgi vermesi açısından önemlidir. Örneğin aşağıdaki iki tabloyu birlikte değerlendirecek olursak; reel efektif döviz kurunun ortalama olarak yüksek olduğu 2005-2015 yılları arasında ithalatta ortalama % 9,2 artış yaşanırken, ihracatta ise ortalama % 8,4 artış yaşanmıştır. Tablo 8 ve 9'a bakıldığında ise 2016-2018 yılları arasında reel efektif döviz kurunun düştüğü dönemde ithalat ve ihracat ortalamaları sırasıyla %3,2 ve % 5,2 artış gerçekleşmiştir.

Türkiye'de 2000'li yıllardan sonra cari açığın ekonomide yapısal bir sorun haline gelmesinin temelinde üretim ve ihracatın ithalata bağımlı olması ve aşırı değerli TL vardır. Erken kapitalistleşmiş ülkelerin aksine Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde üretim araçlarının üretiminde uzmanlaşmamış olması ve yüksek katma değerli

ürünlerin üretimi için ara mal ithalatına ihtiyacın olmasını gerektirmiştir (Karaçimen, 2015: 164). Tablo 9’de dikkati çeken noktalardan biri Türkiye’de ithalatın ara malları payıdır. 2001-2018 yılları arasında Türkiye’nin ara mal ithalat oranı ortalama % 72 olarak çoğunluğu oluştururken bununla birlikte 2001-2018 yıllar arasındaki sermaye ihracat oranı % 10,5 gibi bir orana karşılık gelmektedir.

Üretimin ve ihracatın bileşimi incelendiğinde 2001 yılından sonra yüksek katma değerli mallara doğru bir geçiş gözlenmektedir. 2002 yılında Türkiye’nin dış ticaret performansına bakıldığında ihracat kompozisyonunda ağırlıklı olarak tekstil, giyim ve gıdayla ilgili sektörler hakimken; 2008 yılından sonra bu kompozisyon motorlu araçlar, elektrikli makine teçhizatları gibi teknoloji yoğun sektörler olarak değişiklik göstermiştir (Yörükoğlu ve Atasoy, 2010: 390). 2017 yılına gelindiğinde ise ilk dört sırada; sermaye malları, makine ve elektrikli teçhizat, ara malları ve tüketim malları ihracı yer almaktadır (World Bank Group).

Aynı zamanda 2000 sonrası dönemde Türkiye’nin dış ticaret performansına bakıldığında “ithalata bağımlı ara ve yatırım malları” üretimi olarak bir dönüşüm yaşandığı da gözlenmektedir. Üretimin ithalata bağımlılığında ithal girdinin yurtiçi kaynaklara göre düşük maliyetli olmasından kaynaklanmıştır. Bu ise ucuz döviz kaynakları bulmaya yönelik reel sektörün dışardan borçlanmasını hızlandırmıştır. Türkiye’nin yüksek faiz düşük kur oranları ithal girdiyi cazip hale getirmiştir. Bu anlamda uygulanan para politikası Türkiye’nin global entegrasyon sürecini hızlandırmıştır (Ergüneş, 2009a: 14).

Tablo 8
Türkiye'nin Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeleri, Milyon ABD Doları,
2001-2018

	<i>Göstergeler</i>							
	GSYH Artışı (%)	İşsizlik Oranı (%)	İhracat (Milyon Dolar)	İthalat (Milyon Dolar)	Cari Açık/ GSYH	Reel Efektif Döviz Kuru 2003=100	Enflasyon Oranı(%) TÜFE (2003=100)	AB Tanımlı Borç Stoğu/ GSYH(%)
Dönem								
2001	-5,7	8,4	31.334	41339	1,9	89.6	-	-
2002	6,4	10,3	36.059	51.553	-0,3	96.1	29,7	72,1
2005	8,4	10,3	73.476	116.774	-4,6	119.4	7,7	52,3
2007	5,0	9,2	107.271	170.062	-5,5	109.8	8,4	38,2
2008	0,8	10,0	132.027	201.963	-5,1	127.7	10,1	38,1
2009	-4,7	13,1	102.142	140.928	-1,8	111.1	6,5	43,9
2010	8,5	11,1	113.883	185.544	-5,8	113.6	6,4	40,1
2011	11,1	9,1	134.906	240.841	-8,9	120.2	10,5	36,5
2012	4,8	8,4	152.461	236.545	-5,5	103.5	6,2	32,7
2013	8,5	9,0	151.802	251.661	-6,7	111.1	7,4	31,4
2014	5,2	9,9	157.610	242.177	-4,7	101.0	8,2	28,8
2015	6,1	10,3	143.838	207.234	-3,7	105.8	8,8	27,6
2016	3,2	10,9	142.529	198.618	-3,8	93.6	8,5	28,3
2017	7,4	10,9	156.992	233.799	-5,6	86.3	11,9	28,3
2018	3,8	11,3	167.933	223.047	-4,7	76,3	20,8	31,1

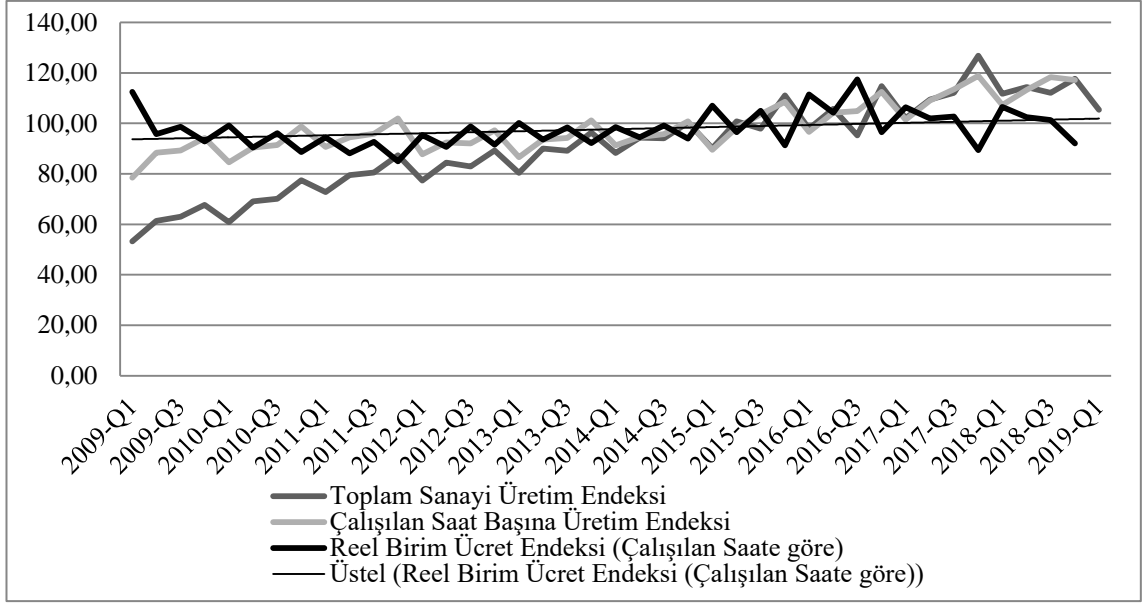
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2018; TCMB ve TÜİK verilerinden derlenmiştir.

Tablo 9
Mal Gruplarına Göre İthalat ve İhracat Oranları, Yüzde (%), Bin ABD Doları, 2001-2018

	İhracat				İthalat			
	Sermaye (Yatırım) Malları Oranı	Hammadde (Ara) Malları Oranı	Tüketim Malları Oranı	Değişim (%)	Sermaye (Yatırım) Malları Oranı	Hammadde (Ara) Malları Oranı	Tüketim Malları Oranı	Değişim (%)
2001	8,48	42,66	48,7	12,8	16,76	73,19	9,21	-28
2002	7,33	40,64	51,2	17	16,29	73,04	9,5	23,6
2003	9,17	39,13	51,05	29	16,33	71,72	11,26	39,8
2004	10,33	41,07	48,28	31,1	17,83	69,25	12,4	38,5
2005	10,88	41,22	47,41	14	17,43	70,1	11,96	22,1
2006	11,01	44,17	44,18	19,4	16,42	71,36	11,54	20,8
2007	12,82	46,05	40,73	23	15,9	72,7	10,99	20,4
2008	12,66	51,30	35,65	22,1	13,87	75,13	10,64	19,5
2009	10,88	48,69	39,87	-22,1	15,22	70,61	13,68	-30,6
2010	10,33	49,5	39,79	10,2	15,53	70,84	13,33	31,8
2011	10,51	50,36	38,7	18	15,47	71,88	12,32	30,6
2012	9,0	54,21	36,49	13,7	14,34	73,95	11,28	-1,8
2013	10,27	49,28	40,0	-0,1	14,61	73,03	12,08	6,4
2014	10,21	47,69	41,29	4,4	14,86	72,97	11,97	-3,8
2015	10,70	47,57	41,11	-10	16,84	69,15	13,79	-14,
2016	11,14	46,93	41,30	-1,1	18,08	67,62	14,07	-4,5
2017	11,68	46,53	41,32	10,65	14,16	73,33	12,18	17,8
2018	11,81	47,2	40,51	6	13,13	76,23	10,25	-3,8

Kaynak: TÜİK ve TCMB verilerinden hesaplanmıştır.

Türkiye'nin küresel piyasalardaki entegrasyon sürecinde rekabet gücünün artması, sanayi üretimi ve ihracatını arttırabilmesine bağlıdır. Bunun konumuz dahilinde dikkat çekilmesi gereken bir yönü ise finansallaşmanın, hanehalkı tüketim ve borçlanma dinamiklerine zemin oluşturan unsurun, emek piyasalarında yaşanan dönüşüm olduğudur. 2001 Krizi sonrası süreçte Türkiye'nin serbest piyasa koşullarında rekabet edilebilirliğinin artması için emek piyasalarında yaşanan dönüşümü sanayi sektörü performans göstergeleriyle gözlemlemek mümkündür (Şekil 21).



Kaynak: TCMB ve TÜİK verilerinden hesaplanmıştır.

Şekil 21 Toplam Sanayi Sektörü Performans Göstergeleri, Endeksler (2015=100), 2009-2019 I. Çeyrek

2009-2019 yılları arasında çalışılan saat başına üretim endeksi (2015=100) ve toplam sanayi üretim endeksinde artış yaşanırken; saat başında reel ücret endeksinde artış yaşanmamıştır. 2009 I. çeyrek reel ücret endeks değeri 112,4 iken; 2018 IV. çeyrek reel ücret endeksi 92,1'e düşmüştür. Görüldüğü gibi çalışılan saat başına üretim artmasına paralel olarak ücretlerle aynı yönde artış yaşanmamıştır.

2001 sonrası dönemde ücretlerde artış yaşanmadığı gibi işsizlik oranlarındaki yükselişler dikkat çekicidir (Tablo 6). Bu dönemde yüksek büyüme oranları işsizliği azaltmamış ve Türkiye'de istihdamsız büyüme (*jobless-growth*) 2000'li yıllardan günümüze kadar ortalama %10'un üzerinde seyretmiştir (Yeldan, 2007: 5). Kısaca 1980 yılları sonrasında Türk işgücü piyasalarında bir kırılma yaşanmıştır. Türkiye ekonomisinde reel ücretler durgunluğa itilmiş daha açık bir ifadeyle küreselleşen Türk işgücü piyasalarında ücretlerin üretkenlik kazanımlarıyla olan birlikteliği, 1950'lerden bu yana artış trendi, 1980 sonrasındaki ekonomik dönüşüm ile koparılmıştır. Bu anlamda Türkiye örneği "küreselleşme ideolojisinin emeğin kazanımlarının geriletilmesi üzerine belki de en net stratejik sonucunu sergilemektedir" (Yeldan, 2012: 75). Bu açıklama Palley'in bir önceki bölümde neoliberal kutu ile tarif ettiği süreçle uyum sağlamaktadır. Çünkü Palley'in ifadesi; finansallaşma sürecinde artan finansal çıkarlar doğrultusunda olan politika yapılandırmasının, her yönden çalışanlara meydan

okumakta ve ücretler üzerinde sürekli olarak aşağı yönde baskı uyguladığı yönündedir. Bu da artan gelir eşitsizliğinin sebebini açıklamaktadır (Palley, 2007: 16-19).

3.1.2. Artan Tüketici Talepleri ve Dönüşen Hanehalkı Tüketim Kalıpları

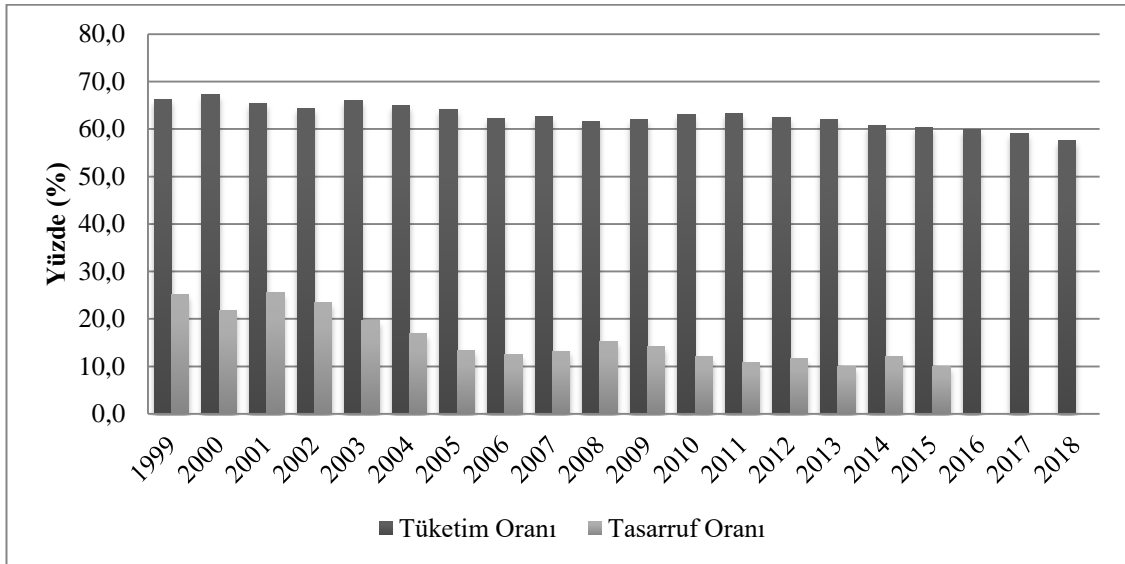
Yukarıda bahsedildiği üzere, 1980’li yıllar sonrasında serbest piyasa koşullarında yaşanan gelişmeler Türkiye’nin uluslararası arenada ihracatını ve rekabet gücünü arttırmak amacıyla ücretler üzerinde negatif bir ayrışmaya gidildiğini göstermektedir. Artan üretim hacmi ve emek verimliliğiyle zıt yönde ayrışan emek ücretlerinin, Türkiye’nin finansallaşma sürecinde borçlanma dinamiklerinin daha anlaşılır hale gelmesi açısından önemli olmakla birlikte hanehalkı tüketim kalıplarındaki değişimler de borçlanmanın dinamiklerini açıklanmasında önemli bir rol oynamaktadır.

Post Keynesyen makroekonomik yaklaşımda ifade edildiği gibi ücret oranlarındaki azalma, gelir esnekliğine bağlı olarak talep üzerinde aşağı yönde bir baskı uygulayacak ve gelirin getirisinin azalmasıyla da talep de azalacaktır. Bu sebeple finansallaşma süreci içinde azalan ücret oranlarının talep üzerindeki negatif etkilerinin azaltılması, kredi mekanizmasıyla desteklenmiştir. Bu da Türkiye’de, para piyasalarında kredi hacminin genişlemesiyle ve bankaların bir kar kaynağı olarak hanehalkına yönelmesiyle mümkün olmuştur.

Finansallaşma döneminde artan kredi hacmi Türkiye’nin borçlanma dinamiklerinin yönünün değişmesine sebep olmuştur. Genişleyen kredi hacmi özel kesim üzerinde tüketimi teşvik etmiştir (Ergüneş, 2009b: 18). 2000’li yıllarda Türkiye’nin tüketim kalıpları hızla değişmiş ve buna bağlı olarak tasarrufları da azalmıştır. 1999 yılında özel tasarruflar GSYH’nın % 25’ini oluştururken, 2008 kriz dönemi hariç tutulduğunda bu oranın azaldığı görülmektedir. Öyle ki, tasarrufların GSMH’ya oranı 2006’da % 12,5 iken 2015 yılında ise % 10 seviyelerine kadar düşmüştür (Şekil 22).³³

³³Tasarruf oranlarındaki düşüş kadar tasarruf oranıyla büyüme arasındaki ilişki de dikkat çekicidir. Örneğin 2005-2006 yıllarında yüksek büyüme rakamlarına rağmen hanehalkı tasarruflarında artış yaşanmamıştır. Bu da demek oluyor ki gelirin tasarruflar üzerinde olumlu bir etki yapamayabilir. Aynı şekilde 2010 yılında yüksek büyüme rakamına rağmen tasarruflarda bir artış yaşanmaması, 2008 küresel kriz nedeniyle ertelenen harcamalar olabilir. Özetle milli gelirdeki artışın tasarrufları arttırdığı yönünde bir kanıt olmadığı gibi tersinin de yaşandığı dönemler mevcuttur (Özlale ve Karakurt, 2012: 6).

Aynı şekilde 2001 krizinden sonra bankacılık sektörü hızlı bir şekilde büyüme kaydetmiş, bankacılık sektörü aktifleri ciddi oranda yükselmiş ve finansal derinleşme/ aracılık göstergeleri de buna bağlı olarak artmıştır (Karaçimen, 2015: 184). 2001 krizinde yaşanan finansal daralmanın etkisiyle 2002 yılından 2004 yılına doğru varlıkların GSYH içindeki payı azalmasına karşılık, 2004 yılından sonra varlıkların, kredilerin ve mevduatların oranında hızlı bir artış yaşanmıştır. Finansal hacim genişlemesiyle birlikte finansal derinleşme de artmıştır. 2002 yılında kredilerin varlıklara oranı % 22,4'ten 2019 yılında % 60,8'e; kredilerin mevduatlara oranı ise aynı dönemler itibariyle % 34,6'dan, % 113,9'a yükselmiştir. Bu doğrultuda bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı da yükselmiştir (Tablo 10).



Kaynak: Tüketim oranları TCMB verilerinden; tasarruf oranları ise T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı verilerinden derlenmiştir.

Şekil 22
Özel Tasarruf ve Tüketimlerinin GSYH' ya Oranı, (Yüzde, %), 1999- 2018

Tablo 10
Finansal Derinlik ve Aracılık Oranları, Yüzde, %, 2002-2019 Mart

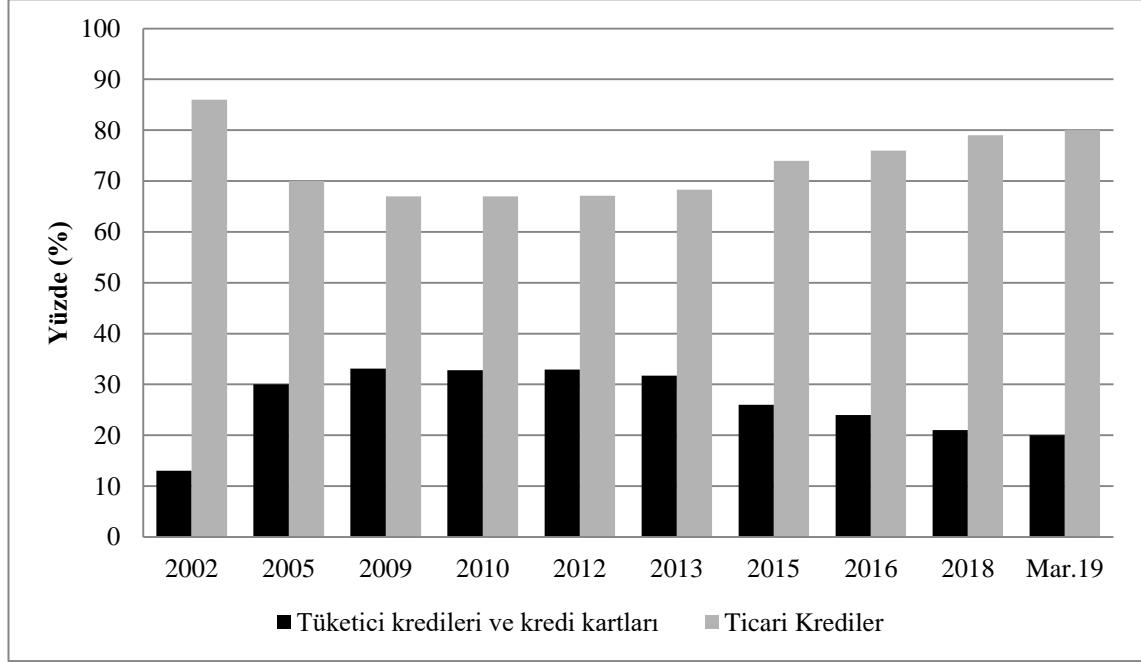
	Varlıklar/ GSYH	Krediler/ GSYH	Mevduatlar/ GSYH	Krediler/ Varlıklar	Krediler/ Mevduat	Bireysel Krediler/ Toplam Krediler
2002	59,1	13,3	38,3	22,4	34,6	13,8
2004	53,1	16,8	33,1	31,7	50,8	27,2
2006	62,6	27,7	38,9	43,8	71,1	31,5
2008	73,6	36,9	45,7	50,1	80,8	30,7
2009	83,4	39,3	51,5	47,0	76,2	32,2
2010	86,8	45,3	53,2	52,2	85,2	32,4
2011	87,3	48,9	49,8	56,0	98,1	32,6
2012	87,3	50,6	49,1	57,9	102,9	33,3
2013	95,7	57,8	52,2	60,4	110,7	31,6
2014	97,5	60,6	51,4	62,2	117,8	28,5
2015	100,8	63,5	53,2	62,9	119,2	25,9
2016	104,7	66,4	55,7	63,5	119,3	24,2
2017	104,8	67,5	55,0	64,4	122,6	23,1
2018	104,5	64,7	55,0	61,9	117,6	20,9
2019*	93	56,5	49,6	60,8	113,9	20,1

Not: Bireysel krediler= Tüketici Kredileri (Konut, taşıt, ihtiyaç, diğer krediler)+ Bireysel kredi kartları toplamından oluşmaktadır. 2002-04-06 Aralık ayı verisinden, 2019 ise Mart verilerinden elde edilmiştir. *2019 GSYH verisi, orta vadeli program (Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından) 4.450 milyar TL olarak verilmiştir.

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler Mart 2019; BDDK, Yıllık Faaliyet Raporu; TÜİK verilerinden hesaplanmıştır.

Görüldüğü gibi finansal aracılığın ve derinliğin artmasıyla, hanehalkı kredi varlıklarında ve mevduatlarındaki artış bankaların hanehalkına yöneldiğini göstermektedir. Finansal derinlik şirketlere verilen kredilerden kaynaklandığı gibi esas olarak 2001 Krizi sonrasında genel faiz oranlarındaki gerilemeye paralel olarak bankaların esas faaliyet alanı olan kredilere yönelmesi ve hanehalkının ilave tüketim talepleri ile kredi arzı genişlemiştir. Finansal aracılık faaliyetlerindeki artışın en önemli nedenlerinden biri bankaların tüketici kredisi arzlarını artırmalarıdır. Kriz sonrası dönemde (2001 ve 2008 krizi) tüketici kredilerinde yaşanan hızlı artış şirket kredilerine açılan kredilerden daha yüksek bir büyüme performansı sergilediği gözlenmektedir (Karaçimen, 2015: 185; Yükseler ve Türkan, 2008: 156). Tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı 2002’de % 13’ten 2012 yılında yaklaşık % 33’e yükselmiştir (Şekil 23). 2010 yılında 170 milyar TL olan tüketici kredisi, 2019’da 507 milyar TL olmuştur. Tüketici kredileri hacim olarak artışını devam ettirmekle birlikte, krediler

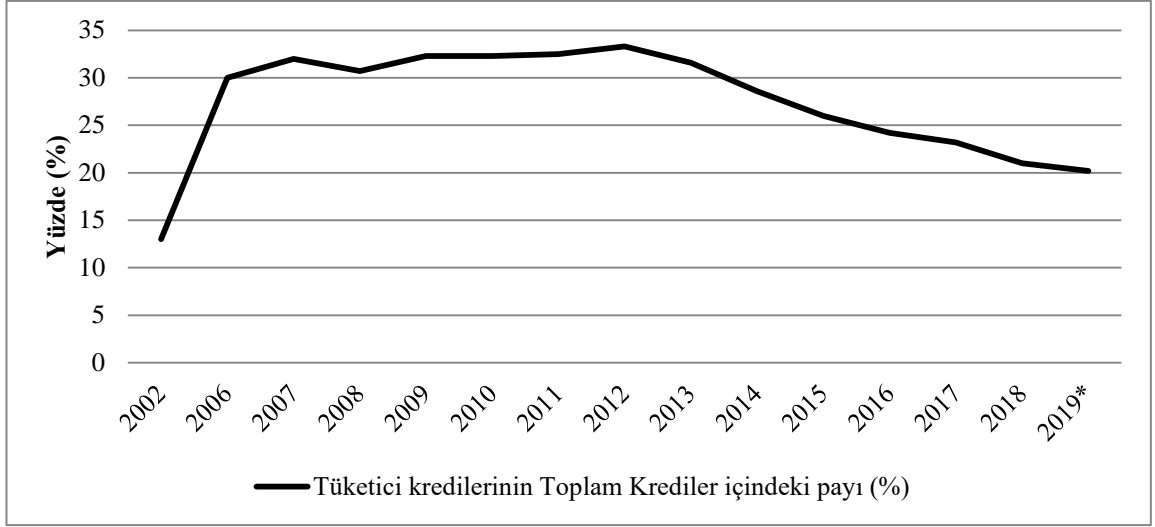
içindeki payı 2013'ten sonra azalmış ve Mart 2019 döneminde toplam krediler içindeki payı % 20 olmuştur (BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Mart 2019) (Şekil 24).



Kaynak: BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Mart 2019.

Şekil 23 Türkiye’de Kredi Türlerinin Gelişimi, 2002-2019 Mart, (Yüzde, %)

Toplam krediler içinde tüketici kredilerinin gösterildiği grafikte, tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı, 2002 yılında %13 iken; 2006 yılında %30 olmuştur; günümüzde ise bu oran ortalama olarak % 20’ler seviyesindedir. Yurtiçi kredi hacminin genişlemesi ve bankacılık sektörünün karlılıklarının azalması sebebiyle bankacılık sektörü yönünü reel sektörden kişilere yöneltmiştir. Aynı zamanda hanehalkının reel ücret seviyesinin düşük olması, ücretli çalışanın tüketim meylinin yüksek olması ve kredilere ulaşımın kolaylığı gibi etmenler tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payının arttırmasında büyük önem taşımaktadır. 2013’ten sonra ise bireysel kredilerin toplam kredileri içindeki payı azalmaya başlamıştır. 2018 yılı itibarıyla bireysel kredi büyümesindeki yavaşlama eğiliminin ana sebebi tüketici kredisi kaynaklı olmuştur (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2018: 27) (Şekil 23-24).



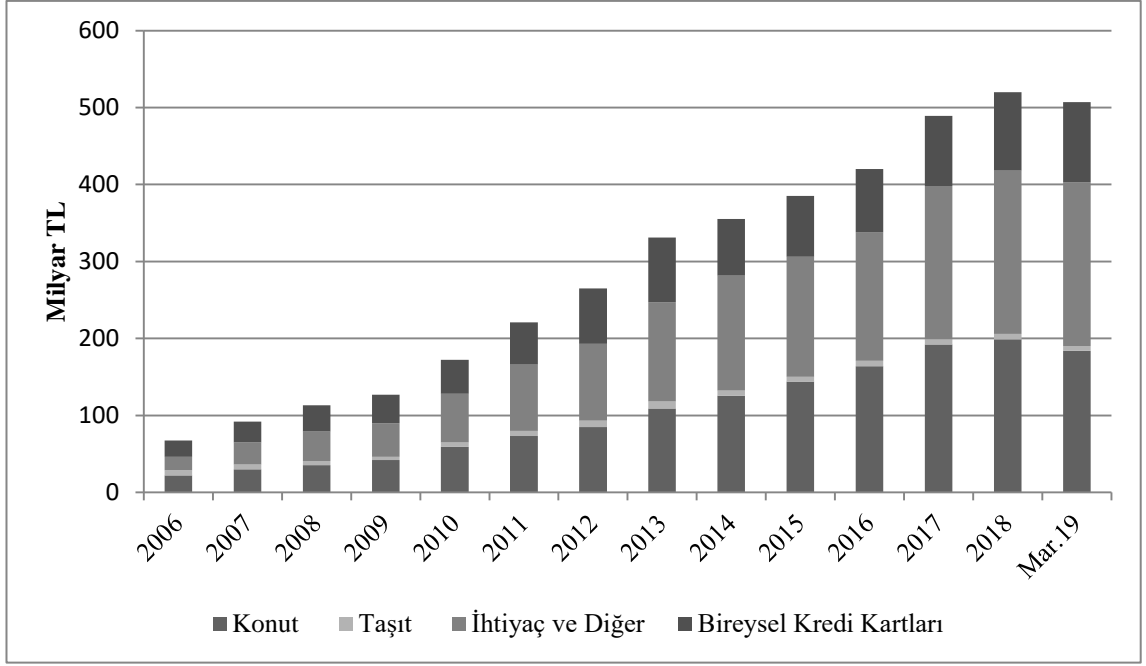
Not: * 2019 yılı ilk 4 ayın ortalamasıdır. Tüketici kredilerine kredi kartları da dahildir.

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır .

Şekil 24

Tüketici Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (Yüzde,%), 2002-2019

Finansal deregülasyon süreciyle birlikte kredilere erişimin kolaylaşması ve bankacılık sektörünün hanehalkına yönelmesiyle birlikte kredi temelli tüketim kredi kanalıyla artış göstermiştir (Dutt, 2006: 361). Bu doğrultuda tüketicilerin dayanıklı tüketim malları taleplerini ve temel ihtiyaçlarını karşılamak doğrultusunda tüketici kredileri kullanımları da artmıştır. Şekil 25'te bireysel kredilerin bileşimi incelendiğinde bu kredilerin konut, ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarından oluştuğu görülmektedir. Konut kredileri özellikle Konut Finansmanı Kanunu'nun onaylanmasıyla tüketicilere uzun vadeli ipotek kredisi verilmesi sağlanmış ve 2007 yılında onaylanmasından sonra konut kredilerinde artış yaşanmıştır (BDDK). Bireysel krediler tüketici kredileri ve kredi kartlarının bileşiminden oluşmaktadır. 2006 yılında konut kredileri tutarı 22 milyar TL, ihtiyaç kredileri tutarı 17,5 milyar TL ve kredi kartları tutarı 21,5 milyar TL iken; Mart 2019 döneminde bireysel kredi kartlarının toplamı bir önceki çeyreğe göre azalış göstererek 104 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Konut kredileri 184 milyar TL, ihtiyaç kredileri tutarı 213 milyar TL seviyesindedir (BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Mart 2019). Bireysel kredilerin bileşimine bakıldığında bankaların hanehalkına yöneldiğini ve hanehalkının kredi kaynaklı borçlanma ve tüketim oranının ciddi şekilde arttığını göstermektedir.



Kaynak: BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Mart 2019; Hazine ve Maliye Bakanlığı Mali raporlar, 2006-2018 verilerinden düzenlemiştir.

Şekil 25
Tüketici Kredileri ve Bireysel Kredi Kartlarının (Bireysel Kredilerin) Bileşimi (Milyar TL), (2008-2018)

Finansallaşmanın hanehalkı davranışlarını nasıl etkilediği konusunda Stockhammer (2008) özellikle hanehalkı servetinin finansal varlıklar içindeki payının ne ölçüde dağıldığına, özel tüketim harcamalarına ve hanehalkı borçlanma oranlarındaki değişime dikkat çekmiştir. Bu gelişmeler ışığında finansallaşmayı 2003-2018 hanehalkı varlıklarının kompozisyonunu gösteren Tablo 11 yardımıyla inceleyecek olursak; 2003-2016 yılları arası Türk Lirası'nın güçlü olması sebebiyle varlıklar içerisinde TL Mevduat oranları ortalama olarak % 45-50 arasında dağılırken; 2018 yılında TL'nin zayıflamasıyla bu oran % 42,5 olmuştur. Bu doğrultuda 2018 yılında ise döviz tevdiat hesapları (DTH) oranı bir önceki yıla göre % 21 artmıştır. Kamu borçlanma araçlarının faiz oranlarının düşmesiyle DİBS ve Eurobond'lardaki tasarrufların ağırlığı 2003'te % 22,4 iken 2018'de % 0,8'e düşmüştür. Bir başka gelişme ise 2003 yılında özel emeklilik sisteminin hayata geçirilmesiyle, hanehalkı varlıklarında emeklilik yatırım fonlarının payındaki önemli bir artış da gözlemlenmektedir.

Tablo 11
Hanehalkı Finansal Varlıkları Bileşimi, Yüzde, %, 2003- 2018

Varlıklar	2003	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TL Tasarruf Mevduatı	28,5	45,5	51,3	49,9	52,7	52,1	51,5	48,4	48,0	44,5	50,3	46,5	42,5
DTH	36,6	25	24,2	23,4	21,7	19,9	20	21,5	23,8	28,7	27,3	29,4	35,7
Dolaşımdaki Para	6,4	8,4	8,3	8,4	9,4	9,7	9,3	10,4	10,2	11,1	5,0	5,8	4,7
DİBS+ Eurobond	22,4	6,3	5,4	3,3	2,2	1,6	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,8
Yatırım Fonu	2,0	7,2	5,7	6,2	5,9	5,3	4,3	4,1	3,7	3,6	3,7	3,5	2,7
Hisse Senedi	5,0	5,6	2,9	5,9	6,8	6	5,8	5,9	5,1	4,3	4,7	5,0	4,4
Emeklilik Yatırım Fonu	0,03	1,5	1,7	2,1	2,5	2,6	3,1	3,8	4,3	4,6	6,0	6,3	5,4
Repo	1,7	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Kıy. Maden Deposu	-	-	0,1	0,3	0,5	2,3	2,6	2,9	2,1	1,1	1,1	1,7	2,4

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu Kasım 2009- 2018 ve Mayıs 2009-2011 verilerinden derlenmiştir.

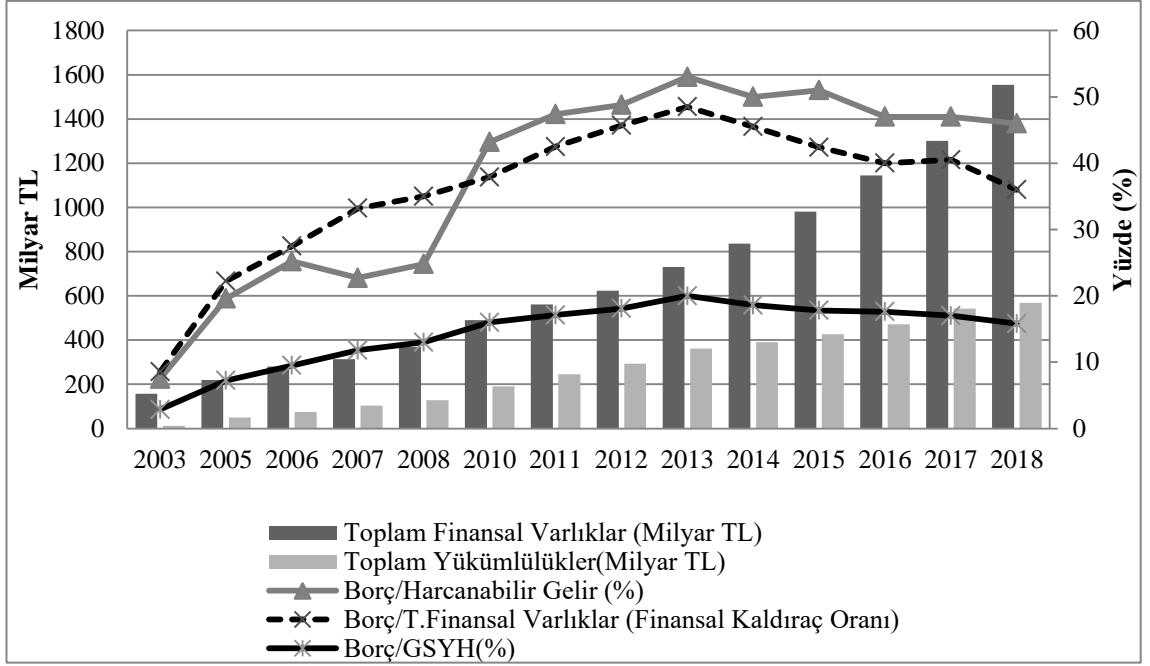
3.1.3. Hanehalkı Borçluluğu Üzerine

Tablo 11’de, hanehalkı finansal varlıklarının kompozisyonundan da görüldüğü gibi, Türkiye’de hanehalkı gelirlerinin finansallaşmasında, finansal varlık oranlarında (hisse senedi, yatırım fonu, repo vb.) önemli bir artış yaşanmadığı söylenebilir. Türkiye’de hanehalkı yükümlülüklerin toplam finansal varlıklara oranını ifade eden finansal kaldıraç oranını gözlemlediğimizde; 2003 yılında % 8,5 olan finansal kaldıraç oranı, 2013’te % 48,5 ve 2018 yılında % 36’ya olarak gerçekleşmiştir (Şekil 26).

Hanehalkı finansal kompozisyonunun dörtte üçü tasarruf mevduatından oluşurken yükümlülüklerinin tamamına yakını bireysel kredilerden oluşmaktadır. Hanehalkı finansallaşmasında kredilerin ağırlığını göstermekle birlikte 2018 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan yavaşlama ve zayıf görünüm 2019 yılında da devam etmiştir. 2019 yılı Mart ayı itibarıyla hanehalkı finansal varlıkları reel olarak % 1 büyürken yükümlülükleri % 15 küçülmüştür. Yükümlülüklerdeki düşüşün etkisiyle finansal kaldıraç oranı gerilemiştir. Hanehalkının finansal borçlarının gerilemesinde makroihtiyati politikalar neticesinde hanehalkının yabancı para cinsinden borçlanamaması, kredi arz koşullarındaki sıkı görünüm ve zayıf talep sebebiyle yeni borçlanmanın sınırlı kalması etkili olmuştur (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2019: 24) (Şekil 26).

Borçlanma dünyadaki birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de artmaktadır. Borçlanma oranının hanehalkı gelire oranı 2003 yılında %7,5 iken; 2013 yılında %53 seviyesine yükselmiştir. Bu oran 2018 yılına doğru daha yatay bir seyir izlemiştir. İlgili veriler Türkiye’deki hanehalkının artan bir oranda borçlandığını ortaya koymaktadır. 2008 küresel finansal krizinin, Türkiye’de borçluluk düzeyinde bir artışa yol açması dikkate değerdir. Öyle ki finansal kriz, borçların harcanabilir gelire oranında % 25 oranında bir artış yaratmıştır (Eroğlu, 2014: 119).

Ayrıca borcun harcanabilir gelire oranındaki bu artışında, üretim sektörünün borçlanma ihtiyacını dış borçlarla karşılaması sebebiyle bankaların tüketici kredilerine yönelmesinin bir katkısı olduğu söylenebilir. Söz konusu bu süreçte, daha önce de belirttiğimiz üzere tüketim eğilimi yüksek ve gelir düzeyi düşük hanehalkının borçlanma oranlarını yükselterek, tüketimlerini arttırmaları etkili olmuştur. Ayrıca hanehalkı borçluluk seviyelerindeki bu büyüme, finansın hanehalkı ekonomik ve sosyal hayatları üzerinde öneminin arttığının açık göstergesidir (Aytürk, 2011: 81).



Not: *Hanehalkı borcu kredi kaleminden oluşmaktadır

Kaynak: TÜİK, TCMB, Finansal istikrar raporu 2006- 2018 verilerinden hesaplanmıştır.

Şekil 26 Hanehalkı Finansal Varlık / Yükümlülüklerinin Gelişimi³⁴ ve Hanehalkı Borcu*, (Yüzde %), Milyar TL, 2010-2018

Bankaların tüketici kredileri ve kredi kartları üzerinden bireylerin gelirlerinin üzerinde harcama yapmaya özendirilmesinin kaçınılmaz sonucu bireylerin borçlarındaki artış olmuştur. Hanehalkının tüketici kredisi ve kredi kartı yoluyla finanse edilen harcamaları ciddi oranda yükselmiştir (Ergüneş, 2009b: 23).

Eroğlu (2014: 117), borcun gelecekte beklenen etkisini şu şekilde ifade etmektedir:

“Tüketim öncelikle gerekli para ve gelire sahip olmayı gerektirir. Bu özgürlüğün kısıtlandığı ve “moment” ya da bugün anlamına geldiği noktadır. Bugün tüketmek için alınan krediler gelecekteki gelirlerle ödenecek borçlar anlamına gelir. Eğer borçlanma artarsa, gelecekte ipotekli ücret ve gelirler artar. Bu şekilde baskı ve kontrol farklı bir şekilde yeniden düzenlenir.”

³⁴Son yıllarda alınan makro ihtiyati önlemler finansal varlıkların büyümesini hızlandırırken yükümlülüklerin yavaşlamasında etkili olmuştur. Finansal varlık artışındaki en önemli etmen TL ve YP cinsi mevduatlar olurken; yükümlülükler tarafında ise konut ve ihtiyaç kredilerine ek olarak bireysel kredi kartları bakiye artışları belirleyici olmuştur (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2018).

Tüketici kredisi ve kredi kartıyla yapılan harcamaların borç çevriminin yapılamaması, borcunu ödeyemeyen insanların sayısındaki artışla ön plana çıkmaktadır. Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi İstatistiklerine göre; 2011 yılında bireysel kredi (konut, ihtiyaç ve diğer) ve kredi kartını ödememiş kişi sayısı küresel krizin borçlanma üzerindeki etkisiyle 1,556 bin kişi iken; 2011 yılında miktar 910 bin kişiye düşmüştür. Fakat 2018 yılına gelindiğinde ise bireysel kredi kartı borcunu ödememiş kişi sayısı 807 bin ve bireysel kredi borcunu ödememiş kişi sayısı 903 bin kişi olarak toplam 1.389 bin kişiye yükselmiştir (Tablo 12). Bireysel kredi veya kredi kartı borcundan dolayı yasal takibe intikal etmiş kişi sayısı 2019 yılı ilk çeyreğinde 2018'in ilk ilk çeyrek verilerine göre karşılaştırıldığında % 27 artarak 483 bin kişi olmuştur. Bu oran kredi kartı yasal takip oranları için %14, kredi yasal takip oranlarında da % 44'lük bir artış göstermiştir (TBB Risk Merkezi).

Tablo 12
Bireysel Kredi ve Kredi Kartını Ödememiş Gerçek Kişi Sayısı,
2009-2018

Yıllar	<i>Bireysel Kredi Kartı Borcunu Ödememiş Gerçek Kişi Sayısı*</i>	<i>Bireysel Kredi Borcunu Ödememiş Gerçek Kişi Sayısı*</i>	<i>Bireysel Kredi veya Bireysel Kredi Kartı Borcunu Ödememiş Gerçek Kişi Sayısı**</i>
2009	1.246.462	686.479	1.555.998
2010	824.235	504.685	1.221.660
2011	671.417	417.634	910.017
2012	907.298	684.951	1.257.397
2013	915.691	644.920	1.209.119
2014	1.018.576	669.383	1.297.132
2015	1.002.518	725.278	1.331.305
2016	975.015	727.268	1.321.053
2017	875.465	750.201	1.293.314
2018	806.709	902.918	1.388.673
2019(Mart)	253.000	317.000	483.000

Not:* İlgili yıl içinde bireysel kredisi veya kredi kartından dolayı yasal takibe intikal etmiş tekil kişi sayısıdır. ****** İlgili yıl içinde, sadece bireysel kredisi, sadece kredi kartı ile hem bireysel kredisi hem de kredi kartından dolayısıyla yasal takibe intikal etmiş tekil kişi sayısıdır.

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezinden alınmıştır. 2019 Mart verisi ise Risk Merkezi Aylık Bülten Mart 2019 verilerinden derlenmiştir.

Bankacılık sektörünün aktif kalitesinin en önemli göstergelerinden biri olan takibe dönüşüm oranı, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ile % 29,3 seviyesindeyken 2002 yılından sonra düşmeye başlamış ve 2008 küresel krizin de etkisiyle hızla yükselmiştir. 2009’ da toplam krediler içinde tüketici kredilerinin takibe dönüşüm oranı %6 olarak belirlenmiş. 2012’den sonra düşüş eğiliminde olan takibe dönüşüm oranı 2014’ten sonra tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Ancak son aylarda takibe dönüşüm oranının arttığı görülmektedir. Tüketici kredilerinin (kredi kartları dahil) takibe dönüşüm oranı Mart 2019 döneminde bir önceki çeyreğe göre artış göstererek %3,63 olarak gerçekleşmiştir (BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Mart 2019: 15), (Tablo 13).

Tüm bunlara ek olarak kanuni takipteki tüketici kredilerinin alt gruplara göre sınıflandırılması hanehalkının borçlanma karakterini göstermesi açısından önemlidir. Tablo 14’de hanehalkının alt gruplara göre takibe dönüşüm miktarları verilmiştir. Bireysel kredilerin takibe dönüşüm oranı 2008 yılı sonunda % 3,7 iken Aralık 2009 yılına gelindiğinde bu oran % 6 gibi hızlı bir artış göstermiştir. Bu kapsamda küresel krizin etkisiyle özellikle de kredi kartı alacaklarının takibe dönüşüm oranlarının % 6,5’tan % 10,4’e yükselmesi artan işsizlik oranları paralelinde daha çok kredi kartı segmentinde ve tüm bireysel kredi segmentlerinde takibe dönüşüm oranının arttırması şeklinde değerlendirilmektedir (BDDK, Bankacılık Sektör Raporu, Aralık 2009: 11-12).

2010-2015 yılları arasındaki takibe dönüşüm miktarında, konut ve taşıt kredilerinde düşüş yaşanmakla birlikte; ihtiyaç kredilerinde takibe dönüşüm miktarı artmıştır (Tablo 14). Hanehalkının dayanıklı ve yarı dayanıklı malların tüketimi için ihtiyaç kredilerine olan talebin artması, bireylerin kişisel ihtiyaçlarının karşılanmasında kredilere başvurulduğunu göstermektedir. Tüketici kredi talebi artışın, reel ücretlerde baskılanma, artan işsizlik oranları ve yüksek enflasyon gibi makroekonomik nedenlerle ilintili olduğu söylenebilir. Bu duruma hanehalkının finansal kaynaklara erişiminin kolaylaşması, bankaların taksitli kampanyaları gibi borç erteletme sempatisi de eklenince hanehalkının borçlanma oranı yükselmiştir.

Tablo 13
Tüketici Kredilerinde Takibe Dönüşüm Oranı, Yüzde (%), 2009- 2019

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Toplam Kredi	5,3	3,7	2,7	2,9	2,8	2,9	3,1	3,3	3,0	3,9	4,0
Tüketici Kredisi (Kredi K.Dahil)	6,0	4,2	2,9	3,0	2,9	3,4	4,3	4,6	3,5	3,4	3,7

Not:*2019 Mart verisidir

Kaynak: BDDK, Bankacılık Sektör Raporu verilerinden derlenmiştir.

Tablo 14
Kanuni Takipteki Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri (Kullandırılan Miktar Milyon TL), 1997-Mart 2018

Dönem	Taşıt	Konut	İhtiyaç	Diğer	Toplam
1997	5	1	-	12	18
2000	14	7	-	49	72
2005	65	14	54	12	146
2006	90	47	117	28	281
2008	431	387	1053	21	1892
2010	394	690	1461	150	2.694
2011	185	560	408	473	1.625
2012	117	359	588	788	1.851
2013	88	244	717	718	1.766
2014	68	186	1065	1508	2.828
2015	58	178	3244	28	3.508
2016	87	283	3220	30	3.619
2017	68	366	2925	18	3.377
2018*	84	207	1730	3	2024

Not: *2018 Eylül dönemi verileridir. Krediler TP+YP dahil verilerdir.

Kaynak: TBB verilerinden derlenmiştir.

Özetle, bankacılık sektöründeki gelişmeler ve buna bağlı olarak bireysel gelirin finansallaşması ile birlikte finansal birikim, sosyal ihtiyaçların metalaşmasına odaklanma eğilimindedir. 2000’li yıllardan sonra taşıt, konut ve ihtiyaç kredilerinde büyük bir artış gözlenmiştir. Aynı şekilde kredi kartlarının kullanım oranları ve miktarları da artmış ve gündelik yaşamın bir parçası haline gelmiştir. Hanehalkının varlıklarının büyük bir kısmını mevduatlar oluştururken, yükümlülükleri kredilerden oluşmuş ve bu nedenle bireylerin gelecekteki gelirleri borçları sebebiyle ipotekli hale gelmiştir. Gelirlerine oranla borçluluk seviyesi artan hanehalkının banka kredileri ve kredi kartları borçlarını geri ödeyememe durumlarında artış yaşanmıştır. 2019 yılında borcunu ödeyemeyen kişi sayısındaki artış ve takip dönüşüm oranının arttığı da göz

önünde bulundurulduğunda borçluluk oranlarının seviyesinin giderek yükseleceği yönünde tahmin muhtemel gözükmektedir. Borçluluğun bu gibi seviyelerde olduğu ekonomilerde *ekonomik istikrar* çok önemlidir. Bununla birlikte, spekülatif hareketlerin finansal alanın belirleyicisi olması ve ekonominin finansallaşmadan kaynaklanan uluslararası finansal hareketlere karşı duyarlı hale gelmesi ekonominin istikrarsız özelliklerindedir. Borçlanma göstergelerine ve bugünün koşullarına dayanarak, mevcut soruna derinlemesine odaklanılmadığı ancak borçların yeniden yapılandırılması gibi günlük politikalarla ertelenmesi kaçınılmaz bir *kredi* krizinin ortaya çıkmasını muhtemel hale getirmektedir (Eroğlu, 2014: 125).

3.2. Firma Yatırım Davranışları Üzerine

1980’li yıllardan sonra dünyanın büyük bir bölümünde neoliberalizmin; bireyciliği, rekabeti ve kısa vadeli karları kutsal kabul ettiği bir dönemde gerekli politik-ekonomik ve yapısal reformların gerçekleşmesiyle birlikte dünya ekonomisi, Keynesyen politikalardan serbest piyasa ekonomisine geçişindeki anahtar kavramlarını oluşturmuştur. Finansallaşma süreciyle birlikte ekonomide finansın ağırlığın artmasıyla bankalar, aracı kuruluşlar, sigorta şirketleri gibi finansal kuruluşların etkinliği artmıştır. Fakat finansal olmayan işletmelerin de bu süreçte yatırım davranışlarında önemli değişimler yaşanmıştır. Bir önceki bölümde finansallaşmanın firma yatırım davranışları üzerindeki etkilerine genişçe yer verilmiş olup bu bölümde finansallaşmanın Türkiye’deki firma davranışları üzerindeki etkileri analiz edilecektir.

Finansallaşma sürecinde firmaların değişen yatırım davranışlarındaki en önemli değişikliklerden biri Keynesyen dönemdeki uzun vadeli reel yatırımların yerini kısa vadeli finansal yatırımların almasıdır. Geleneksel yönetim stratejisi olan *karı şirkette tut ve yatırım yap* stratejisinin yerini yönetim anlayışının değişmesiyle *şirketi küçült ve karı dağıt* stratejisi almıştır. 0Kısacası hissedar değeri savunuculuğu, hissedar menfaatlerinin yönetsel menfaatlere uygulandığı bir yoldur. Bu da kurumsal stratejinin 1960’lar ve 1970’lerden sonra kurumsal büyüme ve yatırıma odaklanmaktan ziyade hissedar menfaatine yönelik dağıtım stratejisine doğru yöneltmiştir (Lazonick ve O’Sullivan, 2000: 13; Sawyer, 2016: 55). Hissedar değeri (*shareholder value*) anlayışı, özellikle gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ekonomilerde kabul görmektedir (Lazonick ve O’Sullivan, 2000: 13). Türkiye gibi gelişen sermaye piyasalarına sahip

ekonomilerde kurumsal yatırımcıların, hisse senedi gibi piyasalarda ağırlıklı bir role sahip olduğu söylenemez. Bu sebeple, Türkiye gibi gelişen piyasalarda hissedar değeri yaklaşımının tam olarak benimsendiği ve uygulandığı söylenemez (Aytürk, 2011: 71).

Finansallaşma sürecinde Türkiye’de firmaların değişen davranışlarının göstergelerini sunmak, değişen yatırım davranışlarının kavranması açısından önemlidir. Finansallaşmanın önemli göstergelerinden biri; finansal olmayan firmaların temel faaliyet alanları dışında finansal piyasalarla bağlarının artması ve firmaların karlarının içindeki finansal karların payının artmasıdır. Bu husus, İstanbul Sanayi Odası’nın ilk 500 büyük şirketi verilerine göre değerlendirildiğinde; karların düştüğü ve faizlerin aşırı seviyede yükseldiği 2001 Krizi’nde, karlar içindeki faaliyet dışı gelirin oranının % 547 gibi yüksek bir orana çıktığı görülmektedir. 2018’de ise üretim faaliyeti dışı net gelirin 55.817 milyon TL elde edildiği görülmektedir. Bu rakamın 31.500 milyon TL’si net kambiyo karlarını oluştururken, kalan tutar ise faiz, iştirak, temettü gelirleri gibi pek çok kalemi oluşturmaktadır (İSO, 2018). Faaliyet dışı gelirlerin yıllar itibarıyla sürekli arttığı Tablo 15’ten izlenebilmektedir.

Tablo 15
Üretim Faaliyeti Dışı Gelirler (Net), Milyon TL, 1990-2018

Yıllar	Üretim Faaliyeti dışı Gelirler ⁽¹⁾	Değişim (%)	Dönem Kar ve Zarar ⁽²⁾	Değişim (%)	½ (%)
1990	2,3	71,2	6,7	59,4	33,3
1995	96,2	66,7	207	95,9	46,5
1997	407	107,7	772	108,3	52,7
2000	1.760	11,6	1.538	113,5	114,4
2001	4.646	165,4	718	-53,3	547
2002	4.833	4,0	4.270	494,5	113,2
2006	3.380	10,9	12.856	56,1	26,3
2007	6.124	81,2	17.223	34,0	35,6
2008	3.793	-38,1	10.317	-40,1	36,8
2011	6.258	-16,3	22.753	-5,5	27,5
2014	13.618	80,6	27.097	22,4	50,3
2017	18.844	33,9	70.612	40,7	35,5
2018	55.817	196,2	107.822	52,7	51,7

Not: Türkiye’nin ilk 500 sanayi kuruluşu verileridir.

Kaynak: ISO, 2007,2017,2018 kaynaklarından derlenmiştir.

Demir (2007)'e göre, finansal olmayan şirketlerin artan faiz maliyetlerinin karlılığı azaltması hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde benzer özellikler taşımaktadır. Finansallaşma olgusunun ve finansal olmayan firmaların yatırım faaliyetlerinin azalmasının temelinde finansal piyasalardaki yüksek getiriler olduğu kadar bu azalma, artan riske ve belirsizliğe de bağlıdır. Sermaye piyasaları serbestleşmesiyle birlikte rekabet artışı bu süreci desteklemiştir. Türkiye’de finansal gelirlerin net kar içindeki oranının 1982 yılında % 15’lik seviyesinden, 2001 yılında % 547’ye fırlamasının sebeplerinden biri de budur (Demir, 2007: 34).

Finansallaşma süreci ile birlikte finansal olmayan şirketlerin faaliyet dışı gelirlerinde artış olduğunu izah ettikten sonra aynı zamanda; bu firmaların kısa vadeli değer artışı ve gelir elde etme amacı olan kurumsal yatırımcılara temettü ödemelerinin artması şirket finansman giderlerini arttırmaktadır. Finansal piyasalara borçlanma yoluyla katılımda artış olması sebebiyle firmaların faiz ödemelerinin artması beklenmektedir (Aytürk, 2011: 75). Tablo 16’te faktör gelirlerine bağlı olarak ilk 500 sanayi şirketinin, net katma değer in yüzde kaçını faiz ödemesi olarak dağıttığını göstermektedir. Sanayi şirketlerinin net katma değer içinde faiz ödemelerinin payı yıllar itibariyle artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

Tablo 16
Sanayi Şirketlerinin Faiz Ödemeleri, Yüzde (%), 2009-2017

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sanayi Şirketlerinin Faiz Ödemeleri (%)	11	7,6	9,7	9,6	11,6	14,3	15,4	13,9	16,9

Kaynak: İSO, 2018.

Tablo 17
Finansman Giderleri/ Faaliyet Karı, 2012- 2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansman Giderleri (Milyon TL)	8.624	19.185	15.989	27.994	29.006	35.175	95.823
Faaliyet Karı/Zararı (Milyon/TL)	25.312	36.435	30.457	44.144	52.376	70.612	107.822
Finansman Giderleri/Faaliyet Karı (%)	34,1	52,7	52,5	63,4	55,4	49,8	88,9

Not: Türkiye’nin ilk 500 sanayi kuruluşu verileridir.

Kaynak: İSO, 2007, 2017, 2018 verilerinden derlenmiştir.

Tablo 17’teki veriler ise İstanbul Sanayi Odası (İSO) açıklamalarına dayanarak Türkiye’de ilk 500 firmanın finansman giderlerinin faaliyet karlarına oranını vermektedir. Bu oranın şirketlerin karlılıkları üzerinde olumlu etkileri olduğu gibi karlılıkları azaltıcı olumsuz etkileri de vardır. Türkiye ekonomisinin son yıllarda kırılgan bir formda olduğunun etkilerini yansıtan tabloya bakıldığında; finansman giderlerinin faaliyet karlarına oranı 2018’de en yüksek seviyesinin % 88,9 olarak gerçekleşmiş olması ekonomideki kırılganlığın arttığının göstergesidir. Bu doğrultuda, İSO’nun aşağıdaki açıklaması, finansallaşmanın Türkiye ekonomisi üzerindeki bazı olumsuz etkilerini ifade eder şekildedir:

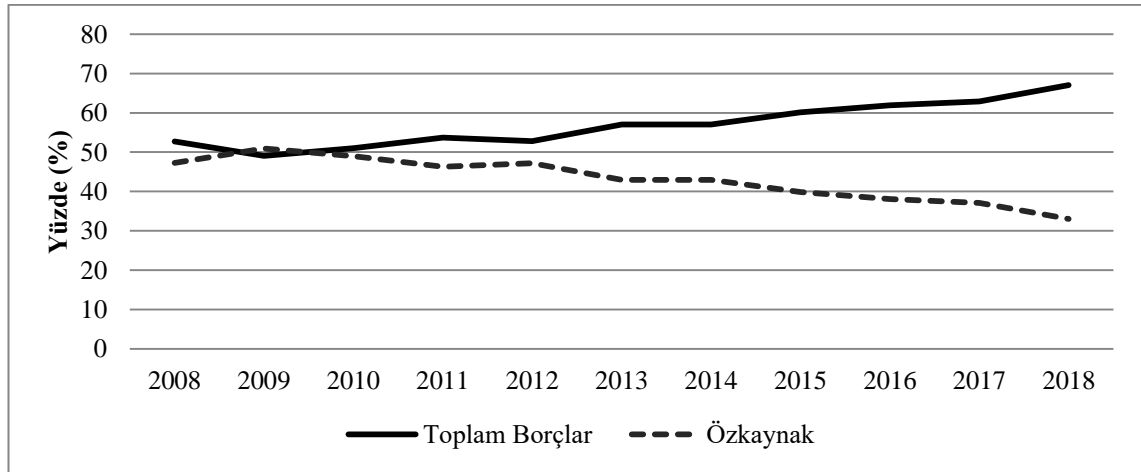
“Yıllardır adeta kronik bir hal alan ve düzelme yolunda ilerlemenin kaydedilemediği finansmana erişim sorunu, işte en net şekilde bu tabloda kendini göstermektedir (Tablo 17). 2018 yılında İSO 500’ün finansman giderlerinin faaliyet karı içindeki payı yüzde 49,8’den yüzde 88,9’a yükselmiştir... Sanayi firmaları, 2018 yılında elde ettikleri karın neredeyse tamamını finansman giderlerine ayırmıştır. 2018 yılının ikinci yarısında hem mali borçlardaki hem de finansman maliyetlerindeki artışlar sanayi firmalarının finansman giderlerinde sıçramaya neden olmuştur. Yani, finansman giderleri sanayi firmalarının karlılıklarında temel belirleyici olmayı, 2018 yılında da sürdürmüştür. İSO 500, 2018 yılında ani yaşanan finansal dalgalanma ve şokların yükselttiği finansman maliyetleri ile karşılaşmıştır. Yılın ikinci yarısındaki faiz oranları artışı ve Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak enflasyondaki artışlar, İSO 500 için olumsuz mali koşullar yaratmıştır” (İSO).

Ayrıca Demir (2007)’e göre, gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün uzun vadeli kredi imkanının olmayışı; finansmana erişim sorununun yaşanması ve temel makro/mikro fiyatlardaki oynaklık ve belirsizlik gibi darboğazlar yaratmıştır. Serbestleşme programıyla bu koşullar altında reel sektör firmaları sabit sermaye yatırımları ve finansal yatırımlar gibi iki portföy tahsisi sorunu ile karşı karşıya kalmaktadır. Sonuç olarak reel sektörün kısa dönemli yatırım çarpıklıkları *rantiye tipi* yatırımları teşvik etmektedir. Bu da firmaların toplam kaynakları içinde borçlanma oranlarını arttırarak aynı zamanda sanayisizleşme sürecine yol açabilmektedir (Demir, 2007:27-28).

Finansal piyasalar, gerek teminat sağlayarak, vergi avantajı ve finansal kaldıraç yoluyla, gerekse serbest piyasa koşullarının yurtiçi katılıklar yaratmasıyla tüketicilere ve firmalara harcamalarını borçla finanse etmelerini teşvik etmektedir (Palley, 2007: 20; Demir, 2007: 27). Bu doğrultuda firmalarda finansallaşma olgusundan söz edebilmek için firmaların iç finansman kaynaklarında bir azalma olması, borçluluk oranlarında ise

artışın yaşanması beklenir (Aytürk, 2011: 72). Bu artışın finansal göstergeler içinde, borç / öz kaynaklar oranı ile yorumlanması açıklık getirecektir.

Şekil 27’de, Türkiye’de faaliyet gösteren ilk 500 büyük sanayi şirketi için 2008-2018 döneminde borç/öz kaynak ilişkisi verilmiştir. 2009 yılı itibariyle öz kaynaklara oranla borç oranı sürekli olarak artmıştır. İSO 500’de 2017 yılında % 62,9’a kadar yükselen borçların payı, 2018 yılında 4,1 puan daha artarak % 67’ye yükselmiştir. Öz kaynakların payı ise % 37,1’den % 33’ye gerilemiştir. Bu oranlar tarihsel olarak en olumsuz kaynak yapısına işaret etmekle birlikte borçların payının artmasının önemli bir nedeni döviz kurlarındaki artışlardır. Sanayi kuruluşlarının döviz cinsi borçlarının TL karşılıklarının döviz kurlarındaki artışlar nedeniyle şişmesi de borçların payını artırmaktadır. Net bir kullanım olmasa dahi borç kalemi yükselmektedir. 2018 yılında döviz kurlarındaki artışın bu etkisi çok daha fazla hissedilmiştir (İSO).



Kaynak: İSO ilk 500 sanayi şirketi verilerinden derlenmiştir.

Şekil 27 Borç / Öz kaynak İlişkisi, Yüzde (%), 2008-2018

Demir (2009), gelişmekte olan ülkelerin reel sektörün finansallaşmasını analiz ettiği çalışmada; Türkiye, Arjantin ve Meksika gibi gelişen ülke verilerinden faydalanarak, finansal serbestleşmenin reel sektörde uzun dönemli yatırımları teşvik edip etmediğinin analizini yapmıştır. Buna bağlı olarak şirketler bir portföy sorunuyla karşı karşıya kalarak; risk, belirsizlik ve kredi darboğazının varlığına bağlı olarak uzun vadeli yatırımlardan ziyade kaynaklarını kısa vadeli finansal yatırımlara yönlendirmektedir (Demir, 2009: 314-322). Bu bulgular ışığında finansal sistemin

ulusal ve yabancı tasarrufları üretken yatırımlara yönlendirilmesine yönelik şu politika önerilerinde bulunulabilir (Demir, 2009: 327):

- a) Finansal ve ulusal sermaye hareketlerinde dalgalanmaları önlemeye yönelik makroekonomik ve mikroekonomik politikaların istikrarının sağlanması,
- b) Reel faiz oranlarının düşürülmesi,
- c) Sabit yatırım için uzun vadeli kredi kanallarını açmak,
- d) Kamu maliyesinin sorunlarını ortadan kaldırmak.

Bu bilgiler ışığında Türkiye’de, finansallaşmanın finansal olmayan şirketlerin yatırım kararlarında önemli değişiklikler yarattığı söylenebilir. Bu değişiklikler sanayi ve ticaret şirketlerinin üretim faaliyeti dışı gelirlerinin; 1990’da 2,3 milyon TL iken, 2018’de 55.817 milyon TL’ye yükselmesi aynı zamanda firmaların faiz ve temettü ödemelerinde yaklaşık % 54’e yükselen finansman giderleriyle birlikte değerlendirilmelidir. Finansman giderlerinin faaliyet karlarına oranındaki ciddi artış firmaların karlılıklarını azaltmakta; kaynaklarının reel yatırımlara yönelmesini zorlaştırmaktadır. Finansallaşmanın getirdiği kısa vadeli yüksek karlılık anlayışı, risk ve belirsizlik unsurlarıyla birleştiğinde sistematik krizleri yaratmaktadır. Finansal olmayan firmalarda borcun öz kaynak içinde artan oranı 2008’de % 49,1’den, 2018’de % 67’ye yükselmesi Türkiye’de finansallaşmanın hanehalkı seviyesinde olduğu gibi finansal olmayan firmalar üzerine de borçlanma yükü getirdiğinden ve istikrarsız bir ekonomik gidişattan söz ettirebilir.

3.3. Gelir Dağılımı Üzerine Etkileri

1980’lerden bu yana, sermaye ve ticaret engellerinin kaldırılması, giderek artan ekonomik küreselleşme gelişmiş ve gelişen piyasalarda ticaret, sermaye ve emek piyasaları entegrasyonunun önünü açmıştır. Küreselleşme yoluyla emek piyasalarının pazarlık gücünün zayıflayarak bir “yedek işsizler ordusu” yaratılmıştır (Dünhaupt, 2016: 289).

Dünhaupt (2016: 301)’un, 1986-2007 yılları arasında 13 OECD ülkesinde, finansallaşmanın emek piyasasındaki rolünü analiz ettiği çalışmasında işçinin milli gelirden azalan payının aşağıdaki kanallardan etkilendiği sonucuna ulaşmıştır: İşçilerin

pazarlık gücü, hissedar değeri yönelimindeki artış, kısa vadeli yönetim anlayışı, ekonomik küreselleşme ve liberalleşme.

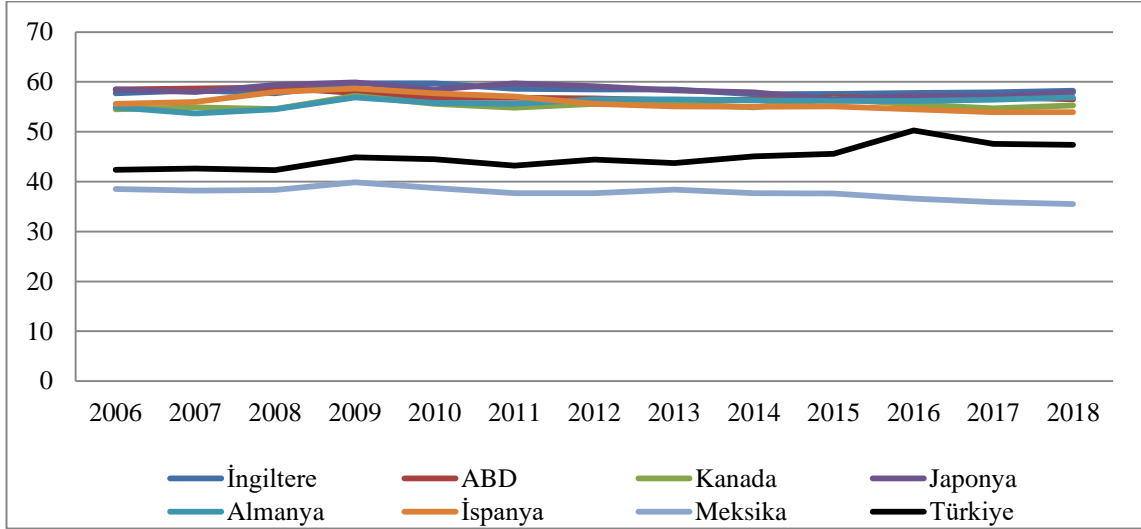
Hein (2015: 921) de finansallaşmanın gelir dağılımı üzerindeki etkilerini; hissedar değeri (*shareholder value*) yönelimi, kısa vadeli yönetim anlayışı, artan temettü ve faiz oranları, finansal olmayan sektörlerin finansla içerilmesi şeklindeki bazı faktörler üzerinden tanımlamaktadır.

Finans piyasalarının etkinliğinin artmasıyla brüt karlar içerisinde gelirin yeniden dağılımına ilişkin hissedarların artan taleplerinin ücretler üzerinde baskı oluşturduğu, yatırımların reel yatırımlardan finansal yatırımlara kaymasıyla birlikte karlılıkta emek payının azalan önemi gibi etkenlerden bir önceki bölümde bahsedilmişti. Şekil 28’de Türkiye dahil seçilmiş bazı OECD ülkeleriyle ücret payının GSYH içindeki payı verilmiştir. Verilen ülkelerde Meksika ve Türkiye hariç, emek payının GSYH içindeki payı (2006-2018) yılları için ortalama % 50’ler civarında durağan bir seyir izlerken; Türkiye’de emek payının GSYH’ya oranı 2006 yılında % 42,4 iken 2016 yılında % 50,3’e yükselmiş 2018’e gelindiğinde emek payı daralarak % 47,4’e düşmüştür. Türkiye’de hissedar değeri anlayışı ve teknolojik ilerleme gelişen piyasalara göre daha zayıf olduğu göz önüne alındığında, ücret payının GSYH’daki oranının, gelişmiş piyasalara nazaran daha düşük ve görece daha inişli-çıkışlı bir seyir izlediğini grafiğe bakarak söyleyebiliriz. Türkiye’nin dış ticaretinde sanayide yüksek ara malları ithalatı, yüksek borçlanma oranları, sermaye akımlarına bağlı bir büyüme stratejisi gibi bazı ekonomik etkenlerden olumsuz etkilediğinden bahsedilebilir.

Gelir dağılımı ile ilgili araştırma yapan pek çok uluslararası kurumdan biri olan OECD verilerine göre gelir adaletsizliğinin en çok yaşandığı bölgelerden biri Türkiye’dir.³⁵ Ayrıca gelir dağılımını incelemek için geliştirilen diğer araç ise toplumdaki en yüksek gelir alan kesimle en düşük gelir alan kesimin toplam gelirden aldıkları payın karşılaştırılmasıdır. Bu karşılaştırma **P80/P20 oranı** olarak adlandırılır. Bu oran toplumun en zengin % 20’lik kesimin en fakir % 20’lik kesiminin gelirleri oranıdır. Türkiye’de bu oran küresel kriz dönemi hariç değerlendirildiğinde 2013 yılına

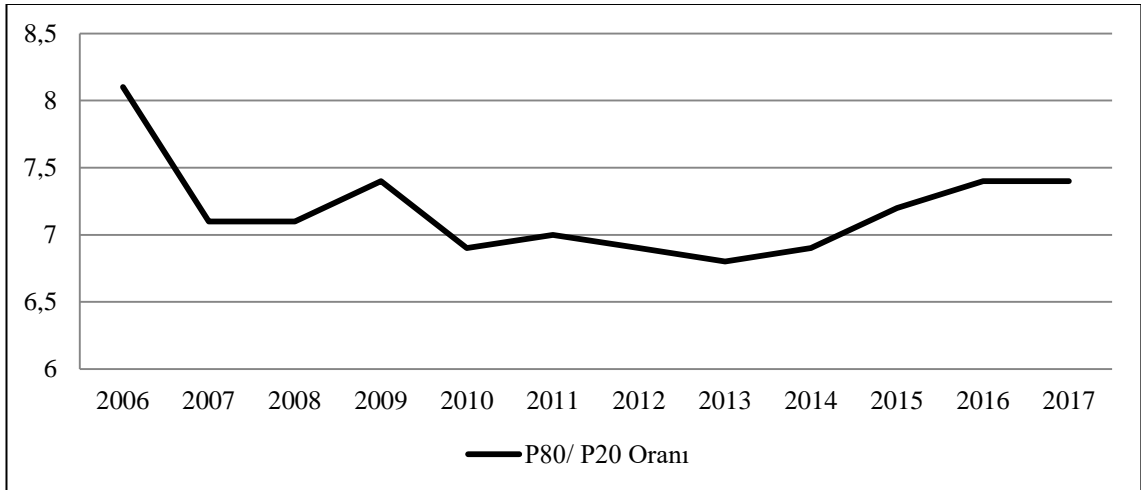
³⁵OECD verilerine göre 2015 yılında Türkiye’nin gini katsayısı oranı 0.404; ABD’nin 0.390 ve Meksika’nın 0.458’dir (OECD), <https://data.oecd.org/inequality/income-inequality.htm>.

kadar düşüş gösterse de bu dönemden sonra tekrar artış eğilime girmiştir. Bu da gelir dağılımına ilişkin en zengin kesimle en fakir kesim arasındaki farkın arttığı yönündedir. Finansallaşma ile birlikte gelir dağılımındaki fark azalmamış aksine bu oran 2013 yılından itibaren artmıştır (Şekil 29).



Kaynak: ILOSTAT.

Şekil 28
Seçilmiş Bazı OECD Ülkelerinde GSYH İçindeki İşgücü Payı
2006-2018



Kaynak: TÜİK, Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması verilerinden derlenmiştir

Şekil 29
Hanehalkı Kullanılabilir Gelire Göre P80/ P20 Oranı, 2006-2017

SONUÇ

1929 ekonomik buhranından 1970’li yılların krizine dek hüküm süren Keynesyen düzenleyici politikalar, yerini neoliberal politikalara bırakmıştır. Bu süreçte finansal deregülasyon, serbestleşme politikaları liberal politika çağrılılarıyla desteklenerek neoliberal hegemonyanın ağırlığının artmasında etkili olmuştur. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesi finansal küreselleşmenin etkinliğini ve önemini arttırmıştır. Dünya ekonomilerinde 1970’li yıllardan sonraki ekonomik dönüşümde kapitalizmin son aşaması olarak kabul edilen finansallaşma, neoliberal ve küreselleşme ayağıyla gelişen ekonomilerde de ekonomik ve sosyal dönüşümlerin yaşanmasında etkili olmuştur.

Finansallaşma literatürü farklı kuramsal yaklaşımlar çerçevesinde ele alınmıştır. Bu yaklaşımlardan biri olan Neoklasik iktisat finansın; büyüme, yatırım ve tasarruf gibi makroekonomik değişkenler üzerinde pozitif etkiler yaratacağı yönünde teoriler oluşturmuştur. Keynesyen bakış açısı ise Neoklasik teoriden farklı olarak verimsizlik ve istikrarsızlık üzerine durmuştur. Ancak bu Keynesyen teorinin finansa önem vermediği anlamına gelmemektedir. Aksine Keynesyen bakış açısında finans, yatırımları ve üretimi finanse etmesi bakımından önemli bir işlev görmektedir.

Finansallaşma literatürüne yerleşik iktisattan ziyade Post Keynesyen iktisat ciddi katkılar sağlarken finansallaşmanın reel yatırım, hanehalkı tüketimi, borçlanma oranları ve gelir dağılımı üzerinde olumsuz etkilerinin olabileceği yönünde makroekonomik modellemelere sahiptir. Post Keynesyen makroekonomik modeller finansallaşmanın etkilerinin anlaşılması açısından kapsamlı modellemelere sahiptir. Bunlardan Post Keynesyen iktisadın kurucularından olan Michal Kalecki’nin *bölüşüm ve toplam talep analizi* Post Keynesyen makroekonomik modellere temel oluşturması bakımından önemlidir.

Post Keynesyen literatürden finansallaşmanın etki kanalları bağlamında ilk değerlendirme değişen firma yatırım davranışlarıdır. Firmaların serbest finans piyasaları ve artan finansal getirinin cazibesi nedeniyle yatırımlar reel yatırımlardan finansal yatırımlara kaymıştır. Firma yatırım ve yönetiminde hissedar baskısı oluşmuş aynı zamanda yönetimin artan hissedar odaklı büyüme tercihi temettü ve faiz ödemeleri gibi

finansman giderlerinin yükselmesine neden olmuştur. Serbest piyasa koşulları, yüksek karlılık arzusu ve ekonomik belirsizlik koşulları altında firmaların kısa vadeli, yüksek getirili finansal yatırımlara yönelmiştir. Firmaların hissedar değeri (*shareholder value*) oryantasyonunun özellikle ABD gibi gelişmiş kapitalist piyasa ekonomilerinde daha belirgin görüldüğünü ve Türkiye gibi gelişen ülke piyasalarında bu etkinin daha sınırlı olduğunu söylemek mümkündür. Diğer etki kanalları, finansallaşmanın hanehalkının artan servet ve borçlanma oranları olup bir diğeri de ücretli çalışan, yönetici ve hissedarlar arasında artan gelir adaletsizliği problemidir. Tüm bunlara ek olarak finansallaşma etkileri bağlamında değerlendirildiğinde daha kırılgan bir makroekonomik yapı doğurmakta ve finansal istikrarsızlık sebebiyle dünya sık sık finansal krizler yaşamaktadır.

Bu tezin konusu olan finansallaşma yazınına bakıldığında literatürdeki çalışmaların genellikle gelişen ekonomiler açısından incelediği gözlenmekle birlikte Türkiye gibi ekonomilerin nasıl etkilendiği ile ilgili geniş bir değerlendirme yapılmadığı görülmektedir. Bu durum finansallaşmanın hakim iktisat ekolüne ait bir tartışma olmamasından kaynaklanmaktadır. Ancak konumuzun Post Keynesyen bakış açısıyla değerlendirilmesi bu konuya daha ayrıntılı bakmamıza sebep olmuştur. Böylelikle denilebilir ki finansallaşma, kapitalizmin gelişen ve değişen yapısı gereği süreç içerisinde finansal liberalizasyon ve küreselleşme olgularıyla birlikte gelişen ülke ekonomilerinde de tesir etmiştir. Çünkü küreselleşme, zaman içerisinde ülkelerin ekonomik entegrasyonlarını arttırmakta ve ekonomilerini gelişen ülkelere benzer bir şekilde finansallaştırmaktadır.

Benzer şekilde Türkiye’de finansallaşmanın etkilerinin görülmesi gelişmiş ülkelere nazaran 1990’lı yıllardan sonra olmuştur. Nitekim 1989 tam liberalizasyon sürecinden sonra ulus ve uluslararası arenada sermaye piyasaları önündeki tüm engellerin kaldırılıp finansal serbestleşme çerçevesinde Türkiye’nin finansallaşması, borçlanma gereksinimini karşılamak için oluşturulan menkul kıymetlerin bankalara ihraç edilmesiyle kamunun borçlanma ihtiyacını gidermek şeklinde olmuştur. Finansal serbestleşme yolunda garantili ve yüksek faiz getirili DİBS’leri yurtiçi ticari bankalar tarafından finanse edilmiş ve asıl amaçları kredi vermek olan bankaların kaynakların büyük bir kısmı kamu kesimini finanse etmekte kullanılmıştır. Buradan yola çıkılarak

denilebilir ki Türkiye’de 1990-2001 yılları arasında finansallaşma, devletin borçlanma ihtiyacının finansmanını kolaylaştırmıştır. Böylelikle bankaların reel sektör üretim ve büyümesini arttırması yönündeki kaynaklarını ancak 2001 krizinden sonra bankacılık reformundan sonra kullanmaya başlamış ve Keynesyen anlayışla tutarlı bir şekilde krediler, ekonomide büyüme ve üretimde katalizör görevi üstlenmiştir. Fakat uluslararası sermaye hareket serbestisi çerçevesinde, 2001 finansal krizinden sonra birçok gelişen ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de reel efektif döviz kurunun yüksek olması serbest sermaye akımlarına bağlı olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılına gelindiğinde makroekonomik konjunktür şartlarına bağlı olarak sermaye akımlarının geri gitmesi yerli paranın değer kaybetmesine ve yatırımcıların ödeme güçlükleri sebebiyle borçlanma oranlarının artmasına neden olmuştur. Bu durum ekonomik kırılganlığının arttığına göstergesi olan ekonominin ponzi finans birimine dönüşmesi anlamına gelmektedir. Bu bize Türkiye ekonomisinin dış ekonomik gelişmelerden etkilenen kırılgan ekonomik yapısı yönündeki savları desteklemektedir.

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinin finansal derinlik ve genişliğin artmasında sermaye piyasalarından ziyade bankacılık sektör faaliyetleri üzerinden geliştiğini göstermektedir. Türkiye için finansallaşmanın etki kanallarının Hein’in sınıflandırması kapsamından yola çıkılarak özellikle hanehalkı üzerindeki etkileri ortaya konmuştur. Nedeni ise finansal liberalizasyonun etkisiyle firmaların uluslararası bankalardan daha düşük faiz oranlarıyla borçlanabilmesi ve bankaların yönünün bireysel tüketicilere çevirmesidir. 2001 finansal krizi sonrası bankacılık reform hareketleriyle birlikte bankacılık araçları gelişmiş gerek tüketici kredileri gerekse çeşitli sigorta fonlarıyla bankacılık faaliyetleri genişlemiştir. Bu süreçte tüketicilerin ertelenmiş tüketim ihtiyaçları, baskılanan reel ücretler, kolay erişilebilir krediler ve serbest piyasanın getirdiği ürün çeşitliliğinin artması gibi etkenler hanehalkının tüketim ve borçlanma dinamiklerini arttırmıştır. Fakat bilinçli kullanılması durumunda bireye fayda sağlayacak olan krediler, hanehalkı borç çevrimini gerçekleştiremeyecek aşamaya gelmesiyle birlikte bireylerin kredi takip oranlarının artmasına sebebiyet vermektedir. Gerek hanehalkının gerekse firmaların finansallaşırken borçlarını çeviremeyecek oranda yükümlülüğe girmemesi gerekmektedir. Bu ekonominin istikrarı, büyümesi ve kırılganlığının azalması için önemlidir.

Türkiye’de uzun süreli istikrarlı bir ekonomik büyüme sergilemesi dış finansal kırılganlığını azaltacak önlemler almasına, özel sektörü bilinçlendirecek finansal okuryazarlık oranının artmasına ve sağlam finansal yapıya olan ihtiyacına bağlıdır. Bu sebeple finansallaşmanın, sık sık yaşanan finansal krizlere ve istikrarsızlıklara sebep olmasına rağmen finansın doğru yönetilmesi ve uygun makroekonomik koşulların yaratılmasıyla yatırım ve üretimin artmasına, büyümenin hızlanmasına, etkin gelir dağılımına, işsizliğin azalmasına ve hanehalkı borçlanma görünümünün iyileşmesine destek olacak finansal kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesinde etkili olabilir.

KAYNAKÇA

- AKÇAY Ümit, Ali Rıza GÜNGEN, *Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş*, Ankara: NotaBene Yayınları, 2016.
- AKMAN Cüneyt, *Marksist Kriz Teorileri Işığında Küresel Kriz*, İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2010.
- AKYÜZ Yılmaz ve BORATAV Korkut, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, C.17, S.197, Ağustos 2002, ss. 14-46.
- AKYÜZ Yılmaz, “Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, C.19, S.221, Ağustos 2004, ss. 5-20.
- AKYÜZ Yılmaz, “Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective”, *Turkish Economic Association Discussion Paper*, 2008/4, <http://www.twinside.org.sg/title2/ge/ge12.pdf>, (04.02.2019).
- AKYÜZ Yılmaz, BORATAV Korkut, “The Making of the Turkish Financial Crisis”, *World Development*, Vol.31, No.9, 2003, pp. 1549–1566, doi:10.1016/S0305-750X(03)00108-6.
- APPLEBY Joyce, *Amasız Bir Devrim: Kapitalizm Tarihi*, çev. Ali Cevat Akkoyunlu, İstanbul: Alfa Yayıncılık, 2012.
- ARESTIS Philip, “Financial Liberalisation, the Finance- Growth Nexus, Financial Crises and Policy Implications”, *Past, Present And Future, Financial Liberalization: Past, Present and Future*, ed. by Philip Arestis, Malcolm Sawyer, US: Palgrave Macmillan, 2016, pp. 1-42, Proquest Ebook Central, <https://ebookcentral.proquest.com>.
- ARESTIS Philip, GLICKMAN Murray, “Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way”, *UEL, Department of Economics, Working Paper No.22*, 1999.
- ARESTIS Philip, *Money, Pricing Distribution and Economic Integration*, Palgrave Magmillan, 1997.
- ARESTIS Philip, STEPHEN P. Dunn, SAWYER Malcolm, “Post Keynesian Economics and Its Critics”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.21, No.4, 1999, pp. 527-549, doi: 10.1080/01603477.1999.11490212.
- ARGITIS Georgios, “Finance, Investment and Macroeconomic Performance”, *European Research Studies Journal*, Vol. 11, No.1-2, 2008, pp. 71-88.
- ARRIGHI Giovanni, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Time*, UK, London: Verso, 1994.

- ATAMTÜRK Burak, “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.23, S.2, 2007, ss. 75-89.
- AYTÜRK Erdal, “Financialisation of Capitalism: Expansion of Indebtness from Global Level to Household Level in Turkey”, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, C.12, S.24, 2014, pp. 101-129.
- AYTÜRK Yusuf, “Finansallaşma ve Reel Ekonomi”, *Uçuramayan Balon*, der. Hayri Kozanoğlu, Schola Ayrıntı Dizisi, 2011, ss. 60-90.
- BAĞIMSIZ SOSYAL BİLİMCİLER İKTİSAT GRUBU, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler”, *Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği (TMMOB)*, Haziran 2001.
- BALLARD Bill, “How Keynes Became Post Keynesian”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.17, No.3, 1995, pp. 325-335.
- BBDK, “Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi”, 3.b., Eylül 2010, http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/8676krizde_n_istiraturkiyetecribesi_3uncu_baski.pdf, 15.05.2019.
- BEAUD Michel, “Kapitalizmin Tarihi 1500-2010”, çev. Fikret Başkaya, İstanbul: Yordam Kitap, 2.b., 2016.
- BELLO Walden, *A Primer on the Wall Street Meltdown*, <http://gesd.free.fr/wbello8.pdf>, 2008, (07.07.2018).
- BOND Patrick, *The US Financial Meltdown, Part 1: What Really Happened*, <http://www.nu.ac.za/ccs/default.asp?11,61,3,1624>, 2008, (23.06.2018).
- BORATAV Korkut, “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, *Mülkiye*, C.25, S.230, 2002, ss. 207-220.
- BORATAV Korkut, *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2009*, 16.b., Ankara: İmge Kitapevi, 16.b., 2012.
- BOTTOMORE Tom, *Marksist Düşünce Sözlüğü*. çev. Mete Tunçay, 2.b., İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.
- BOYER Robert, “Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative To Fordism? A Preliminary Analysis”, *Journal Economy and Society*, Vol.29, No.1, 2000, pp. 111-145.
- BRAUDEL Fernand, (2004). *Maddi Uygarlık: Mücadele Oyunları*. çev.Mehmet Ali Kılıçbay, 2.b., Ankara: İmge Kitabevi, 2004.
- BRAUDEL Fernand, *Kapitalizmin Kısa Tarihi*. çev. İsmail Yerguz, 4.b., İstanbul: Say Yayınları, 2017.

- BRYAN Dick, MARTIN Randy, RAFFERTY Mike, “Financialization and Marx: Giving Labor and Capital a Financial Makeover”, *Review of Radical Political Economics*, Vol.41, No.4, 2009, pp. 458- 472, doi: 10.1177/0486613409341368.
- BUZUEV Alexander, *Kapitalizm Nedir?*, çev. Celal A. Kanat, İstanbul: Bilim ve Sanat, 1987.
- CAMACHO C. Morera, NIETO J. A. Rojas, “Finansal Sermayenin Küreselleşmesi”, *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, C. Lapavitsas, çev. Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, 2.b., 2017.
- CHICK Victoria, “Is There a Case for Post Keynesian Economics”, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol.42, No.1, 1995, pp. 20-36.
- CHICK Victoria, “The Evolution of The Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest”, *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, ed. by Stephen F. Frowen, London: Palgrave Macmillan, 1993, pp.79-92.
- CROTTY James R., “Post-Keynesian Economic Theory: An Overview and Evaluation”, *Appraisals of Post-Keynesian Economics*, Vol. 70, No. 2, 1980, pp. 20-25.
- CROTTY James, “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era”, *Financialization and the World Economy*, ed. by Gerald A. Epstein, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2005, pp. 77-110.
- DAĞDELEN İlhan, *Liberalizasyon*, Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi, 2004, (çevrimiçi)<http://www.insanbilimleri.com/ojs222/index.php/uib/article/viewFile/110/18>, (30.06.2018).
- DALLERY Thomas, “Post-Keynesian Theories on The Firm Under Financialization”, *Review of Radical Political Economics*, Vol. 41, No. 4, 2009, pp. 492-515, doi:10.1177/0486613409341371.
- DAVIDSON Paul, *Financial Markets, Money and the Real World*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, Proquest Ebook Central, 2002, <https://ebookcentral.proquest.com>.
- DAVIS Leila E., “Identifying the ‘Financialization’ of the Nonfinancial Corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm Level Balance Sheets”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2016, Vol.39, No.1, pp. 115-141.
- DEMİR Fırat, ‘‘Gelişmekte Olan Ülkelerde Rantiye Kapitalizminin Yükselişi ve Reel Sektörün Finansallaşması’’, çev. Berk Mesutoğlu, *Mülkiye Dergisi*, C.31, S.257, 2007, ss. 25-35.

- DEMİR Fırat, “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, *Journal of Development Economics*, Vol.88, No.2, March 2009, pp. 314–324.
- DOHERTY Laura, YEAMAN L., “Fiscal Space in the G-20”, *Economic Roundup Issue*, No.3, 2008, pp.79–87, <http://archive.treasury.gov.au/documents/1421/HTML/docshell.asp?URL=06%20Fiscal%20Space%20in%20the%20G-20.htm>.
- DOWD Douglas, *Kapitalizm ve Kapitalizmin İktisadı: Eleştirel Bir Tarih*, çev. Cihan Gerçek, İstanbul: Yordam Kitap, 2008.
- DUMÉNİL G’erary, LÉVY Dominique, “Periodizing Capitalism: Technology, Institutions, and Relations of Production”, *Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalizations*, ed. by Robert Albritton, Londra: Palgrave, 2001.
- DUMÉNİL G’erary, LÉVY Dominique, *Kapitalizmin Marksist İktisadı*, çev. Selin Petek, İstanbul: İletişim Yayınları, 2009.
- DUMÉNİL Gerard, LÉVY Dumenil, “Periodizing Capitalism: Technology, Institutions, and Relations of Production”, www.jourdan.ens.fr/levy, 2003, (05.06.2018)
- DUNHAUPT Petra, “Determinants of Labour’s Income Share in The Era of Financialisation”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.41, No.1, January 2017, pp. 283–306, doi:10.1093/cje/bew023.
- DUNHAUPT Petra, “The Effect of Financialization on Labor’s Share of Income”, *Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin*, No.17, 2013.
- DUNHAUPT Petra, HEIN Eckhard, TREECK V. Till, “Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus Makroökonomischer Perspektive,” *IMK Study*, No. 5, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Düsseldorf, 2007, <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20090318459>.
- DUTT A. Krishna, “Maturity, Stagnation and Consumer Debt: A Steindlian Approach”, *Metroeconomica*, Vol.57, No.3, 2006, pp. 339-364.
- DYMSKI Gary A., “Keynesian Approaches to Financial Crisis”, *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, ed. by Echard Hein, Engelbert Stockhammer, Cheltenham: Edward Elgar, 2011, pp. 325-351.
- EĞİLMEZ Mahfi, *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sistemi Eleştirisi*, İstanbul: Remzi Kitabevi, 6.b., 2010.

- EICHNER Alfred S., KREGEL Jan A., “An Essay on Post Keynesian Theory: A new Paradigm in Economics”, *Post Keynesian Economics*, ed. by Malcolm C. Sawyer, Hants: Edward Elgar, 1988, pp. 11-32.
- EPSTEIN A. Gerald, *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2005, pp. 3-16.
- ERDEM Ekrem, DUMRUL Cüneyt, “Keynesyen ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Finansal Sistem ve İktisadi Büyüme”, *Bursa: Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt. XXXIII, Sayı. 2, 2014, ss. 45-86.
- ERDOĞDU M. Mustafa, BALSEVEN Hale, “How Effective is the Tobin Tax in Coping with Financial Volatility?”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.6, S.1, 2006, <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/handle/11421/432>.
- ERGÜNEŞ Nuray, “2001 Krizinden Bugüne Reel Sektörün Değişen Finansmanı ve Değişimin Dinamikleri”, *Anadolu Üniversitesi İktisat Kongresi'nde Sunulmuş Tebliğ*, 2009a.
- ERGÜNEŞ Nuray, “Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisinin Küresel Bütünleşmesi”, *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, der. Costas Lapavitsas, çev. Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, 2010, ss. 299-332.
- ERGÜNEŞ Nuray, “Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation”, *Research on Money and Finance Discussion Paper no.8*, 2009b.
- EROĞLU Erdal, “Financialisation of Capitalism: Expansion of Indebtness from Global Level to Household Level in Turkey”, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, C.12, S.24, 2014, pp. 101-129.
- ESEN Ethem, *Türkiye Post Keynesyen İstihdam Analizi ve Uygulaması*, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007.
- FERGUSON Niall, *Paranın Yükselişi: Dünyanın Finansal Tarihi*, çev. Barış Pala, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2011.
- FOSTER J. Bellamy, “Birikimin Finansallaşması”, *Tekelci Finans Sermayesi*, çev. B. Baysal, O. Gayretli ve S. Sezer, İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2011, ss. 27-46.
- FOSTER J. Bellamy, “The Financialization of Capitalism”, *Montly Rewiev*, Vol. 58, No.11, April 2008, pp. 1-72.
- FÜLBERTH Georg, *Kapitalizmin Kısa Tarihi*. çev. Sadık Usta, İstanbul: Yordam Kitap, 2011.
- GIRÓN Alicia, CHAPOY Alma, “Securitization and Financialization”, *Journal of Post Keynesian Economics*, C.35, S.2, Winter 2012-2013, doi: 10.2753/PKE0160-3477350201.

- GIROUARD Nathalie, KENNEDY Mike, ANDRÉ Christophe, “Has The Rise in Debt Made Households More Vulnerable?”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 535, 2006, <http://dx.doi.org/10.1787/352035704305.pp.1-39>.
- GÖKÇE Deniz, “The Political Economy of Financial Liberalization in Turkey”, *Financial Liberalization in Turkey*, ed. by Yaman Aşıkoğlu, Hasan Ersel, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, 1993, pp. 53-78.
- GREENWALD Bruce, STIGLITZ Joseph E., “Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics”, *NBER Working Paper Series*, No.2160, February 1987, <http://www.nber.org/papers/w2160.pdf>, (31.01.2019).
- GREGORIO Jose D., GUIDOTTİ Pablo E., “Finansal Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol.23, No.3, 1995, pp. 433-448, doi: 10.1016/0305-750X(94)00132-1.
- GÜLTEKİN-KARAKAŞ Derya, *Hem Hasımız Hem Hısıımız: Türkiye Finans Kapitalinin Dönüşümü ve Banka Reformu*, çev. Şahika Tokel, İstanbul: İletişim Yayınları, 2009.
- GÜR E. Toksöz, *Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, Eylül 2003.
- HAIVEN Max, *Hayali Sermaye: Popüler Kültürde ve Gündelik Yaşamda Finansallaşma*, çev. Yasin E. Kaya, İstanbul: Koç Üniversitesi Yayınları, 2016.
- HARVEY David, *A Brief History of Neoliberalism*, New York: Oxford University Press, 2005.
- HEIN Eckhard, TREECK Till v., “Financialisation’ in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth – A Systematic Review”, *Macroeconomic Policy Institute (IMK) Studies Working Paper 10*, Hans Boeckler Foundation, 2008, *RePEc:imk:wpaper:10-2008*.
- HEIN Eckhard, “A (Post-) Keynesian Perspective on ‘Financialisation’ ”, *Macroeconomic Policy Institute (IMK) Studies 01*, Hans Boeckler Foundation, 2009, *RePEc:imk:studie:01-2009*.
- HEIN Eckhard, “Financialization, Distribution, Capital Accumulation, and Productivity Growth in a Post-Kaleckian Model”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 34, No. 3, 2012, doi. 10.2753/Pke0160-3477340305, pp. 475-496.
- HEIN Eckhard, “Finance-Dominated Capitalism and re-Distribution of Income: A Kaleckian Perspective”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.39, No.3, 2015, pp. 907-934.

- HEIN Eckhard, “The Principle of Effective Demand: Marx, Kalecki, Keynes and Beyond”, *Institute for International Political Economy Berlin, Working Paper No.60,2015*, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/122151/1/839366493.pdf>.
- HEPSAĞ Aycan, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt: 3, Sayı:1, 2009*, ss. 63-80.
- HILFERDING Rudolf, *Finans Kapital*. çev. Yılmaz Öner, İstanbul: Belge Yayınları, 1981/1995.
- HUNT E. K., *İktisadi Düşünce Tarihi*. Çev. Müfit Günay, Ankara: Dost Kitabevi Yayınları, 2.b., 2009.
- İŞIK Sayım, “Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması”, *İktisat, İşletme ve Finans*, C.19, S.218, Mayıs 2004.
- İTOH Makoto, LAPAVİTSAS Costas, *Para ve Finansın Ekonomi Politikası*, çev. Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, 2012.
- İSO (İstanbul Sanayi Odası), “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2006”, İstanbul: *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Özel Sayı, S.497, Ağustos 2007.
- İSO (İstanbul Sanayi Odası), “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2016”, İstanbul: *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Özel Sayı, Haziran 2017.
- İSO (İstanbul Sanayi Odası), “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2017”, İstanbul: *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Özel Sayı, Mayıs 2018.
- JESPERSEN Jesper, “Effective Demand: Uncertain Expectations, Profitability and Financial Crisis”, *The Financial and Monetary Crisis: Rethinking Economic Policies and Redefining, The Architecture and Governance of International Finance Symposium Proceeding*, Dec 10 July, Université de Bourgogne, 2009, <http://cemf.u-bourgogne.fr/anglais/z-outils/documents/Jesper.pdf>, (05.03.2019).
- JESSUA Claude, *Kapitalizm*, çev. Işık Ergüden, Ankara: Dost Kitabevi, 2.b., 2015.
- KALECKI Michal, *Selected Essays on The Dynamics of The Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge: University Press, 1971.
- KARAÇİMEN Elif, *Türkiye’de Finansallaşma: Borç Kıskaçında Emek*, İstanbul: Sav, 2015.
- KARADUMAN Ağan H., *Post Keynesyen İktisatta ve Türkiye’de Para Arzının İçselliği*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

- KAZGAN Gülten, *Küreselleşme ve Ulus Devlet: yeni ekonomik düzen ne getiriyor? Ne götürüyor? nereye gidiyor?*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
- KAZGAN Gülten, *Tanzimat'tan 21.yüzyıla Türkiye ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi yayınları, 4.b., 2009.
- KESKİN Ekrem, “1999 Yılında Türk Bankacılık Sistemindeki Gelişmeler”, *Bankacılar Dergisi*, S.33, 2000, ss. 11-32.
- KEYNES John M., “The Exante Theory of The Rate of Interest”, *Economic Journal*, Vol.49, No.3, 1937, pp. 663-669.
- KEYNES John M., *İstihdam, Faiz Ve Para Genel Teorisi*, çev. Asım Baltacıgil, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1969.
- KEYNES, J. M., *General Theory Of Employment , Interest And Money*, New Delhi: Atlantic Publishers and Distributors Pvt Ltd, 1936, Proquest Ebook Central, <https://ebookcentral.proquest.com>.
- KHAN Ashfaque H., HASAN Lubna, "Financial Liberalization, Savings, and Economic Development in Pakistan", *Economic Development and Cultural Change*, 46(3), 1998, pp. 581-587, doi: 10.1086/452359.
- KOÇ Abdilcelil, “Politik İktisat Bağlamında Küresel Kapitalizmin Finansallaşmasının Krizi”, 2. *Uluslararası Davraz Sempozyum*, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, ss. 115-146, 2014.
- KOÇ Abdilcelil, *Dünyada Finansallaşma Süreci ve Türkiye Deneyimi*, (Doktora Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013.
- KOTZ M. David, “Neoliberalism and Financialization”, *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst, March 29, U.S.A, 2008a.
- KOTZ M. David, *The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of Neoliberal Capitalism*, December 2008b, <https://people.umass.edu>, (26.07.2018).
- KOZANOĞLU Hayri, “Finansallaşma ve Türkiye”, *Uç(ur)amayan Balon Finans*, der. Hayri Kozanoğlu, İstanbul: ScolaAyrıntı Dizisi, 2011.
- KÖNE A. Çiğdem, “Para Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C.4, S.2, 2003, ss: 233-246.
- KREGEL J. A., “Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.21, No.1, pp. 111-133, 1998, doi: 10.1080/01603477.1998.11490182.

- KREGEL J. A., "Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.21, No.1, 1998, pp. 111-133, doi: 10.1080/01603477.1998.11490182.
- KREGEL J.A., 1984-1985, "Constraints on the Expansion of Output and Employment Real or Monetary?", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.7, No.7, 1984-85, pp. 139-151.
- KRIPPNER Greta R., "The Financialization of The American Economy", *Socio-Economic Review*, Vol.3, No.2, pp. 173-208, 2005, doi: 10.1093/SER/mwi008.
- KRIPPNER Greta R., *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of The Rise of Finance*, Cambridge, Massachusetts and London, England: Harvard University Press, 2011.
- KUTLU Sinem, HORVART László, "Post Keynesyen Makro İktisadın Metodolojik Temelleri Üzerine Bir İnceleme", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol. 32, No.1, 2017, pp. 95-129.
- LAPAVITSAS Costas, POWELL Jeff, "Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies", *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 6(3), 2013, pp. 359-379, <https://doi.org/10.1093/cjres/rst019>.
- LAPAVİTSAS Costas, "Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere", *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, C. Lapavitsas, çev. Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, 2.b., 2017.
- LAPAVİTSAS Costas, "Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere", *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, C. Lapavitsas, çev. Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, 2.b., 2017.
- LAPAVİTSAS Costas, "The Financialization of Capitalism 'Profiting Without Producing'", Vol.17, No.6, 2013, pp.792-805, <https://doi.org/10.1080/13604813.2013.853865>.
- LAVOIE Marc, "History and Methods of Post-Keynesian Economics", *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, ed. by Echarad Hein, Engelbert Stockhammer, Cheltenham: Edward Elgar, 2011, pp.1-33.
- LAVOIE Marc, "History and Methods of Post-Keynesian Macroeconomics", 2009, http://www.boeckler.de/pdf/v_2009_08_03_lavoie_lecture_part1.pdf, (19.04.2011).
- LAVOIE Marc, *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Brookfield, Vt: Edward Elgar, 1992.
- LAVOIE Marc, GODLEY Wynne, "Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: A Kaldorian View", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 2, Winter 2001-2002, pp. 277-311.

- LAVOIE Marc, *Post-Keynesian Economics: New Foundation*, Cheltham: Edward Elgar, 2014.
- LAVOIE Marc, STOCKHAMMER Engelbert, “Wage-Led Growth: Concept, Theories and Policies”, *International Labour Office, Conditions of Work and Employment Branch*, No. 41, 2012, https://ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_192507.pdf (16.04.2019).
- LAZONICK William, O’SULLIVAN Mary, “Maximising Shareholder Value: A New İdeology for Corporate Governance”, *Journal Economy And Society*, Vol.29, No. 1, 2000, pp. 13-35, <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.
- LENIN Vladimir I., *Kapitalizmin En Yüksek Aşaması: Emperyalizm*, çev. Olcay Geridönmez, İstanbul: Evrensel Basım Yayın, 2014.
- MANDEL Ernest, *Marksist Ekonomi El Kitabı*. 2.b. çev. Orhan Suda, İstanbul: Suda Yayınları, 1974.
- MANKİW Gregory N., “New Keynesian Economics”, 2002, <http://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>, (05.02.2019)
- MARX Karl, *Kapital*, C.I, 10. b. çev. Mehmet Selik, Nail Satlıgan, İstanbul: Yordam Kitap, (1867/2017).
- MARX Karl, *Kapital*, C.III., 3.b., çev.Mehmet Selik, Erkin Özalp, İstanbul: Yordam Kitap, (1894/2017).
- McKINNON Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. :The Brooking Institution, 1973.
- MINSKY Hyman P., “Sources of Financial Fragility: Financial Factors in The Economics of Capitalism”, *Hyman P. Minsky Archive, Paper 69*, 1995, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/69, (30.03.2019).
- MINSKY Hyman P., “Blueprint for Financial Reform”, *Hyman P. Minsky Archive, Paper 165*, 1993, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/165, (25.03.2019).
- MINSKY Hyman P., *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, çev. Oğuz Esen, Ankara: Efil Yayınevi, 1986/2013.
- MINSKY Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, 2.b., New York: Yale University Press, 1986/2008.
- MINSKY Hyman P., “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, *Hyman P. Minsky Archive, Ph.D., Paper 180*, 1978, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/180.

- MONVOISIN Virginie, ROCHON Louis-Philippe, “Keynes and the Real World: Davidson, Money, and Uncertainty”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.32, No.1, 2009, pp. 43-58.
- OKTAR Suat, TOKUCU Erkan, KAYA Zekai, *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*, Ankara: Nobel Yayın, 2012.
- ONARAN Özlem, STOCKHAMMER Engelbert, “Income Distribution, Growth, and Conflict: The Aggregate Demand Nexus”, *Metu Studies in Development*, 35 (June), 2008, pp. 209-224.
- ORAN Serap S., “Bireysel Emeklilik Sisteminin Finansallaşma ve Emek Gücünün Değeri Bağlamında İncelenmesi”, *Finansallaşma Devlet ve Politik İktisat*, der. Hakan Mihci, Ankara: NotaBene Yayınları, 2015, ss. 173-194.
- ORHANGAZİ Özgür, “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, No.6, pp. 863-886, 2008a, doi:10.1093/cje/ben009.
- ORHANGAZİ Özgür, “Günümüz Kapitalizmde Finansın Rolü Üzerine Birkaç Not”, *İktisat ve Toplum Dergisi*, S.86, 2017, ss. 32-39.
- ORHANGAZİ Özgür, “Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya, İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, C.35, S.1, ss.133-160, 2008c.
- ORHANGAZİ Özgür, *Financialization and the US economy*, Cheltenham: Edward Elgar, 2008b.
- ORHANGAZİ Özgür, *Financialization of The U.S. Economy and Its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation*, (Doktora Tezi), University of Massachusetts Amherst, 2006.
- ÖLMEZOĞULLARI Nalan, *Ekonomik Sistemler ve Küreselleşen Kapitalizm*, 5.b., Ezgi Kitapevi Yayınları, 2008.
- ÖZDEMİR B. Kağan, *Finansal Küreselleşme ve Krizler*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013.
- ÖZLALE Ümit, KARAKURT Alper, “Türkiye’de Tasarruf Açığının Nedenleri ve Kapatılması için Politika Önerileri”, *Bankacılar Dergisi*, 2012, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1448/TBB_arastirma_ozlale_karakurt_1.pdf.
- PALLEY Thomas I., “Financialization: What It Is and Why It Matters”, *The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies*. Working Paper No:525, November 2007, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf, (14.04.2019).

- PALLEY Thomas I., “Debt, Aggregate Demand, and The Business Cycle: An Analysis in The Spirit of Kaldor and Minsky”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.16, No.3, 1994, pp. 371-390.
- PALLEY Thomas I., “The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach”, *Ekonomiaz N.º 72*, 2009, pp. 34-51.
- PALLEY Thomas I., *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, New York: Palgrave Macmillan, 2013.
- PALLEY Thomas I., *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and Macro Economy*, Great Britain: Palgrave Macmillan, 1996.
- PAYA Merih M., *Para Teorisi ve Para Politikası*, 2.b., İstanbul: Filiz Kitabevi, 1998.
- PHILIPS Kevin P., *Boiling Point-Republicans, Democrats, and the Decline of Middle-Class Prosperity*, USA, New York: Random House, 1993.
- PIKETTY Thomas, SAEZ Emmanuel, “The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective”, *American Economic Review*, American Economic Association, Vol.96, No.2, 2006, https://eml.berkeley.edu/~saez/piketty_saezAEAPP06.pdf, (29.06.2019).
- POLLIN Robert, “The Relevance Of Hyman Minsky”, *Challenge*, Vol.40, No.2, 1997, pp. 75-94, doi: 10.1080/05775132.1997.11471964.
- SAWYER Malcolm, “Confronting Financialisation”, *Financial Liberalisation: Past, Present and Future*, ed. by Philip Arestis, Malcolm Sawyer, US: Palgrave Macmillan, 2016, Proquest Ebook Central, <https://ebookcentral.proquest.com>.
- SAWYER Malcolm, “Financial Development, Financialisation, and Growth”, *Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development Working Paper Series No:21*, 2014, <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/Financialisation-and-growth-Sawyer-working-paper-21.pdf>.
- SHILLER Robert J., *The New Financial Order : Risk in The 21st Century*, United Kingdom : Princeton University Press, 2003.
- SHILLER Robert J., *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Oxford: Princeton University Press, 2003.
- SINGH Ajit, “Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development”, *University of Cambridge Working Paper*, No. 245, 2002, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, (05.02.2019).
- SINGH Ajit, “Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development”, *University of Cambridge Working Paper*, No. 245, 2002, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, (05.02.2019).

- SINGH Ajit, “Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development”, *University of Cambridge Working Paper*, No. 245, 2002, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, (05.02.2019).
- SKOTT Peter, RYOO Soon, “Macroeconomic Implications of Financialization”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.32, No.6, 2008, pp. 827–862, <https://doi.org/10.1093/cje/ben012>.
- SNOWDON Brian, HOWARD R. Vane, *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2005.
- SOYDAN Aylin, “Finansallaşma Çağında Ekonomik Gelişme: Gelişme Politikalarının Sonu Mu?”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B Dergisi*, C.35, S.2, ss. 153-174, 2013, doi: 10.14780/iibdergi.201324463.
- STEINDL Josef, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Basil, Blackwell: Oxford, 1952.
- STIGLITZ Joseph E., *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, İstanbul: Mart Mat., 2002.
- STOCKHAMMER Engelbert, “Financialisation and the Slowdown of Accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.28, No.05, pp. 719-741, 2004, <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>.
- STOCKHAMMER Engelbert, “Financialization and the Slowdown of Accumulation”, *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*, ed. by Ismail Ertürk-Julie Froud-Sukhdev Johal- Adam Leaver- Karel Williams, London and New York: Routledge, 2008, pp. 209-222.
- STOCKHAMMER Engelbert, “Rising Inequality As a Cause of The Present Crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.39, No.3, 2015, pp. 935–958, doi:10.1093/cje/bet052.
- STOCKHAMMER Engelbert, 2008, “Some Stylized Facts on The Finance-Dominated Accumulation Regime”, *Competition & Change*, Vol.12, No.2, 2008, pp. 184–202, doi: 10.1179/102452908X289820.
- SWEEZY Paul M., BARAN Paul, *Tekelci Sermaye*, çev. Gülsüm Akalın, İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2007.
- SWEEZY Paul M., *Kapitalist Gelişme Teorisi*, çev. Gülsüm Akalın, İstanbul: Kalkedon Yayınları, 1946/2007.
- SWEEZY Paul M., *Marksizm Üzerine Dört Ders*, çev. Tuncel Öncel, 3.b., İstanbul: Yordam Kitap, 2015.
- TELLALBAŞI Işıl, *Sermaye Birikimi ve Finansallaşma: Türkiye Örneği*, İstanbul: Kadir Has Üniversitesi, (Doktora Tezi), 2011.

- TOGAY Selahattin, “Finans Gdsyle Para Talebi: nemi ve Yarattığı Sonuçlar”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.13, S.1, 1998, ss. 133-144.
- TONAK Ahmet E., “Krizi Anlarken”, *alışma ve Toplum*, C.20, S.1, ss. 29-44, 2009.
- TRIDICO Pasquale, PARIBONI Riccardo, Inequality, Financialization, and Economic Decline, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.41, No.2, 2018, pp. 236-259, <https://doi.org/10.1080/01603477.2017.1338966>.
- UYGUR Ercan, “Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey”, *Financial Liberalization in Turkey*, ed. by Yaman Aşıkoğlu, Hasan Ersel, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, pp. 1-51, 1993.
- UYGUR Ercan, “Finansal Őiřkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, C.18, S.202, Ocak 2003, ss. 49-66.
- UYGUR Ercan, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, Nisan 2001, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>.
- WILLIAMSON John, MAHAR Molly, *Finansal Liberalizasyon zerine Bir İnceleme*, ev. Güven Delice, Ankara: Liberte Yayınları, 2002.
- YELDAN Erinç, “Patterns of Adjustment Under the Age of Finance: The Case of Turkey as a Peripheral Agent of Neoliberal Globalization”, *Working Paper Series*, Number126, February2007, <https://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontnt.cgi?article=1100&context=periworkingpapers>.
- YELDAN Erinç, *Kreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Blşm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları, 16.b., 2012.
- YELDAN Erin, *Kreselleşme, kim için?*, İstanbul: Yordam Kitap, 2.b., 2010.
- YRKOğLU Mehmet, ATASOY Hakan, “The Effects of The Global Financial Crisis on The Turkish Financial Sector”, *BIS Papers*, No.54, 2010, pp. 387-405, <https://core.ac.uk/download/pdf/6398214.pdf>.
- YKSELER Zafer, TÜRKAN Ercan, *Türkiye'nin üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm*, İstanbul: TÜSİAD Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, 2008.
- YÜLEK A. Murat, “Financial Liberalization and The Real Economy: The Turkish Experience”, (Published Ph.D. Thesis), Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1998.

RAPORLAR

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2000

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2005

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2009

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2010

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2015

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2016

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2017

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Aralık 2018

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Mart 2018

BDDK, *Bankacılık Sektör Raporu*, Mart 2019

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2002

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2004

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2006

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2013

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2014

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2015

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2016

BDDK, *Yıllık Faaliyet Raporu*, 2017

BKM, *Faaliyet Raporu*, 2005

BKM, *Faaliyet Raporu*, 2010

BKM, *Faaliyet Raporu*, 2015

BKM, *Faaliyet Raporu*, 2017

BKM, *Faaliyet Raporu*, 2018

Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Yıllık Ekonomik Rapor*, 2018

Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Ekonomik Göstergeler*, Mart 2019

TBB, *Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri İstatistikleri*, Mart 2018

TBB, *Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri İstatistikleri*, Eylül 2018

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2006

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2007

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2008

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2009

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2009

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2010

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2010

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2011

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2011

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2012

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2012

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2013

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2013

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2014

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2014

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2015

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2015

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2016

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2016

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2017

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2017

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, 2018-IV

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2018

TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2019

İNTERNET ADRESLERİ

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, www.bddk.org.tr

Bankalararası Kart Merkezi, <https://bkm.com.tr>

Hazine ve Maliye Bakanlığı, www.hmb.gov.tr

ILOSTAT, <https://ilostat.ilo.org>

İstanbul Sanayi Odası, www.iso.org.tr

İstanbul Sanayi Odası, www.iso500.org.tr

OECD, <https://data.oecd.org/inequality/income-inequality.htm>

Strateji ve Bütçe Daire Başkanlığı, www.sbb.gov.tr

Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi, www.riskmerkezi.org

T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Türkiye Bankalar Birliği, www.tbb.org.tr

Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr

World Bank Group, <https://wits.worldbank.org>

www.verikaynagi.com

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (MGI), Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences, Ocak 2010, <https://www.mckinsey.com>

EK 1: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği, 2003-2018

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), 2003-2009							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Borçlanma Gereği (KKBG), Cari fiyatlarla (Milyon TL)</i>	33.294	20.303	-475	-13.904	651	15.415	48.091
<i>Borçlanma Gereği / GSYH (%)</i>	7,1	3,5	-0,1	-1,8	0,1	1,5	4,8
Bütçeden Faiz Harcamaları, 2003-2009							
<i>Faiz Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı (%)</i>	41,7	40,0	31,3	25,8	23,9	22,3	19,9
<i>Faiz Giderleri / GSYH (%)</i>	12,5	9,8	6,8	5,8	5,5	5,0	5,3

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), 2010-2018									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Borçlanma Gereği(KKBG), Cari fiyatlarla (Milyon TL)</i>	25.949	1.790	13.879	7.146	10.817	683	27.717	56.168	66.429
<i>Borçlanma Gereği /GSYH (%)</i>	2,2	0,1	0,9	0,4	0,5	0,0	1,1	1,8	2,7
Bütçeden Faiz Harcamaları, 2010-2018									
<i>Faiz Giderlerinin Toplam Giderler İçindeki Payı (%)</i>	16,4	13,4	13,3	12,2	11,1	10,5	8,6	8,4	8,9
<i>Faiz Giderleri / GSYH (%)</i>	4,16	3,03	3,08	2,76	2,44	2,27	1,93	1,83	1,98

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Güneş PAŞ
Tez Adı	Küresel Finansal Krizim Ardından Finansal Birimlerin Olgunlaşma Süreçleri: Post-Keynesyen Yaklaşımlar
Enstitü	İktisat Bilimleri Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	Doç. Dr. Mehmet ÖZDEMİR
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) İzni Kısıtlama	<input type="checkbox"/> Patent Kısıt (2 yıl) <input type="checkbox"/> Genel Kısıt (6 ay) <input checked="" type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin veriyorum.

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Bursa Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

Tarih : 03.09.2019

İmza :

